

أثر القيمة الاقتصادية المضافة على الأسعار السوقية للأسهم

دراسة تحليلية مقارنة مع أثر المؤشرات المالية التقليدية الربح المتبقي، و العائد على الاستثمار

The Impact of the Economic Value Added (EVA) On Stock market prices

Analytical Comparative Study With Traditional Financial Indicators Residual Income& Return On Investment (RI&ROI)

إعداد الطالب

سلطان سليمان جويحان

بإشراف الأستاذ الدكتور

محمد عطية مطر

قدمت هذه الرسالة إستكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

قسم المحاسبة و التمويل

كلية الأعمال

جامعة الشرق الأوسط

كانون الأول / 2015

تفويض

أنا الموقع أدناه " سلطان سليمان عزت جويحان " أفوض جامعة الشرق الأوسط بتزويد نسخ من رسالتي ورقياً وإلكترونياً للمكتبات، أو المنظمات، أو المؤسسات المعنية بالأبحاث والدراسات العلمية عند طلبها .

الأسم : سلطان سليمان عزت جويحان

التاريخ : 2015/12/30

التوقيع :

بسم الله الرحمن الرحيم

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الدراسة وعنوانها : أثر القيمة الاقتصادية المضافة على اسعار السوقية للأسهم

دراسة تحليلية مقارنة مع أثر المؤشرات المالية التقليدية الربح المتبقي و العائد على الأستثمار

وأجتيزت بتاريخ :2015/12/14

أعضاء لجنة المناقشة		التوقيع
أ.د محمد عطية مطر	مشرفاً	
أ.د يوسف مصطفى سعادة	عضو	
د. اسماعيل أحمرو	رئيساً	

الشكر و التقدير

بعد الشكر لله عز وجل، يسرني أن أتقدم بعميق الشكر، وعظيم الإمتنان لأستاذي الجليل الأستاذ الدكتور " محمد مطر " الذى اشرف على هذه الرسالة، وعلى ما بذلة من جهد ووقت في المعاونة الصادقة، والذي لم يبخل علي بتوجيهاته الكريمة، ونصائحه القيمة فله مني كل التقدير، والاحترام ......

وأتقدم بعظيم الشكر والتقدير، لكافة الأساتذة الكرام أعضاء الهيئة التدريسية في جامعة الشرق الأوسط والإداريين والعاملين فيها على حسن المعاملة، وطيبهم .

كما أتقدم بالشكر للأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة الموقره على تفضلهم بقبول مناقشة هذه الرسالة .

كما يسرني أن أتقدم بالشكر، والتقدير للصديقين الغاليين الأخ أيمن المصاروة، والأخ محمد الأقطش على وقوفهم لجانبي ومساندتي في إعداد هذه الرسالة فلهم مني كل التقدير والاحترام ......

وأخيراً أتقدم بالشكر إلى كل من مد يد العون لإنجاز هذه الرسالة

والله ولي التوفيق

الباحث

الإهداء

إلهي لا يطيب الكلام إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك .. ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك ..

ولاتطيب الآخرة إلا بعفوك .. ولا تطيب الجنة إلا برؤيتك .... **الله جل جلاله .**

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة .. ونصح الأمة .. إلى نبي الرحمة، ونور العالمين

سيدنا محمد- صلى الله عليه وسلم -

إلى من شاركوني العناء في رحلتي

على طريق العلم...

إلى معلمي الأول والدي الحبيب

إلى ينبوع الحنان والدتي الكريمة

إلى أشقائي وخطيبتي احتراماً وتقديراً

أهدي هذا العمل المتواضع

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الاشكال

قائمة الملاحق	
عنوان الجداول	**الصفحة**

ملخص الدراسة

أثر القيمة الاقتصادية المضافة على الأسعار السوقية للأسهم

دراسة تحليلية مقارنة مع أثر المؤشرات المالية التقليدية الربح المتبقي، و العائد على الاستثمار

إعداد الطالب : سلطان سليمان جويحان

بإشراف الأستاذ الدكتور : محمد عطية مطر

تهدف هذه الدراسة بشكل أساسي لقياس أي من المؤشرات التالية أفضل في تفسير التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية للأسهم ، مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة المعدل ، أم المؤشرات المالية التقليدية المستخلصة من القوائم المالية المنشورة المعدة على اساس الاستحقاق مثل (RI & ROI).

ولتحقيق أهداف هذه الدراسة قام الباحث بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة لشركات عينة الدراسة المكونة من (31) شركة صناعية أردنية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة 2012 – 2014 واستخلص منها المؤشرات المالية التي تخدم أغراض الدراسة.

ولاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS حيث استخدمت الأساليب الإحصائية المناسبة لاختبار الفرضيات متمثلة باختيار T للعينة الواحدة ، ومعامل ارتباط بيرسون، وتحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد .

وتوصلت الدراسة الى أن مؤشر العائد على الاستثمار (ROI) هو من بين المتغيرات المستقلة الثلاثة الأكثر تأثيراً على الأسعار السوقية للأسهم (SP) إذ كشف اختبار بيرسون عن معامل ارتباط موجب ومرتفع نسبياً قدره 0.430 بينهما ، وذلك مقابل عدم وجود علاقة لكل من المؤشرين الأخيرين وهما

القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، و الربح المتبقي (RI) حيث بلغا 0.146 ، 0.127 على التوالي، كما كشفت الدراسة أيضاً عن المؤشرات المالية التقليدية، والممثلة في الدراسة بمؤشري (RI&ROI) أكثر تأثيراً على أسعار الأسهم من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، في حين أن جمع هذه المؤشرات الثلاثة معاً يُحسن من القدرة على تفسير التقلبات التي تحدث في هذه الأسعار .

وفي ضوء تلك النتائج قدمت الدراسة مجموعة من التوصيات أهمها ضرورة توفير بنك للمعلومات على المستوى الوطني يُمكن الباحثين في مجال القيمة الاقتصادية المضافة من الحصول على البيانات التي تلزم لتحديدها مثل : معامل بيتا (B) للشركات المُدرجة في البورصة عمان للأوراق المالية ، والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المستثمر في تلك الشركات (WACC) ،وكذلك توصي الدراسة بإضافة مقياس القيمة الاقتصادية المضافة إلى بقية المقاييس المستخدمة حالياً في حال توفر جميع المعلومات اللازمة لتحديد القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة في القوائم المالية للشركات المُدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية .

الكلمات المفتاحية : القيمة الاقتصادية المضافة ؛ الربح المتبقي ؛ العائد على الاستثمار

ABSTRACT

The Impact of the Economic Value Added (EVA) On Stock market prices

Analytical Comparative Study With Traditional Financial Indicators Residual Income& Return On Investment (RI&ROI)

Prepared by: Sultan Suleiman jweihan

Supervised by: Prof. Dr. Mohammed Atya Matar

This study primarily intends to specify which of the following indicators will provide the most feasible solution regarding the fluctuations affecting the stock market prices: the impact of the Economic Value Added (EVA) on stock market prices (SP), or the traditional financial indicators derived under the accrual basis of accounting, e.g., Return on Investment (ROI) and residual income (RI).
To achieve the main goals of this study, the official financial statements that belong to the sample of the study which consists of (31) Jordanian industrial firms listed at Amman Stock Exchange over the period 2012-2014 were taken into consideration.

In order to test the hypotheses in this study, Pearson's product-moment correlation coefficients, t-test and simultaneous regression analysis were extracted using SPSS

The findings revealed that ROI was the most influential predictor on SP where a relatively high positive Pearson's product-moment correlation coefficient of 0.430 was found. On the other hand, EVA and RI were found to make no statistically significant contribution in explaining variance in SP with values around 0.146 and 0.127 respectively. The results also showed that the impact of both ROI and RI on SP was more than EVA. Interestingly, the capability of independent variables used in this study in explaining variance in SP was slightly enhanced by the addition of EVA into the regression model along with ROI and RI.

In light of these findings, numerous recommendations were provided. There is a necessity for a national information bank that provides information on EVA and its related data such as beta coefficient as well as Weighted Average Cost of Capital (WACC). The study also recommended the addition of EVA measurement to other measurements used by Amman Stock Exchange.

Key words: Economic Value Added ; Residual Income ; Return On Investment

الفصل الأول
خلفية الدراسة وأهميتها

1-1 مقدمة :

يتأثر سعر السهم السوقي بالعديد من العوامل وتستخدم الكثير من المؤشرات لتفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم مثل العائد على الاصول Return on Assets (ROA)، والعائد على حقوق الملكية(Return on Equity (ROE، والعائد على السهمEarning Per Share (EPS)، وغيرها من المؤشرات المالية التقليدية الأخرى ، وهذا الأمر مقبول لدى عديد من المستثمرين سواء أفراداً كانوا أو شركات أو إدارات الشركات، بالرغم من الانتقادات الكثيرة التي وجهت لها مثل اعتمادها على التقدير، وكذلك تأثرها بالسياسات المحاسبية المستخدمة بالشركة والتي يمكن أن تختلف من شركة الى أخرى مما يؤدي إلى صعوبة أو تعذر المقارنة بين شركة وأخرى .

ويسعى الباحث إلى دراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة Economic Value Added (EVA)، وأسعار الأسهم السوقية للشركات الصناعية المساهمة العامة المُدرجة في بورصة عمان المالي كمؤشر آخر يُضاف إلى المؤشرات المالية التقليدية سابقة الذكر.

وقد عرف Stern Stewart & Co القيمة الاقتصادية المضافة على أنها مقياس للإنجاز المالي وتعتبر أقرب من أي مقياس آخر لتقدير الربح الحقيقي والذي عبر عنه رياضياَ بأنه صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب مطروحاً منه حاصل ضرب رأس المال المستثمر بكلفة رأس المال المستثمر .

وسبب اختيار القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لدراسة أثرها على الأسعار السوقية للأسهم في المنشأة ، كما أنها فسرت وبشكل خاص من قبل Stern Stewart & Co عام (2002) على

أنها مقياس يستند إليه المحاسبون والمدراء الماليون كأساس لاحتساب القيم السوقية للأسهم المتداولة في البورصات العالمية .

وقد انتشر استخدام القيمة الاقتصادية المضافة بشكل كبير حول العالم كمعيار لتقويم الأداء، وكذلك كمؤشر يستخدم لتفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، وتم نشر العديد من الأبحاث الهدف منها دراسة العلاقة بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة كعامل مستقل وقيمة الأسهم السوقية كعامل تابع ومن هذه الدراسات دراسة (الرواشدة،2006) و دراسة (المصاروة،2014) ، ويعتبر هذا البحث محاولة لمعرفة أثر القيمة الاقتصادية المضافة على قيمة الأسهم للشركات الصناعية المُدرجة في سوق عمان المالي وذلك من خلال احتساب القيمة الاقتصادية المضافة للشركات الصناعية المُدرجة في بورصة عمان المالي وإيجاد مدى ارتباطها بالتغير الحاصل بقيمة الأسهم السوقية .

2-1 مشكلة الدراسة:

تتزايد حاجة الأطراف ذات المصالح المرتبطة بالشركات لوجود آليات تساعدهم في تفسير التغير الذى يحصل في أسعار الأسهم للشركات المُدرجة في بورصة عمان المالي .

في سياق ما تقدم تختلف آراء الباحثين حيال تفسير التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية للأسهم. فمن فريق مثل: (Stephen & Bertunek , 1997) يرى بأن المقاييس أو المؤشرات المالية التقليدية مثل ROE , EPS وغيرهما تبقي أداة جيدة لتفسير هذه التقلبات .

لكن وبالمقابل فإن من الباحثين مثل : (Chatterjee & Phani , 2004) من ينتقد فاعلية المؤشرات المالية التقليدية المستخلصة من البيانات المالية المنشورة باعتبار أن تلك البيانات معدة على أساس الاستحقاق، هذا بالإضافة إلى أن تلك المؤشرات مبنية على صافى الربح المحاسبي

الذي لا يدخل في احتسابه تكلفة حقوق الملكية. لذا يدعون إلى تبني مؤشرات أكثر فاعلية تخلص المؤشرات المالية التقليدية من عيوبها الموروثة من أساس الاستحقاق، ومن ثم يقرب مفهوم الربح المحاسبي من مفهوم الربح الاقتصادي. ومن ذلك يرون بأن المؤشر المناسب لذلك هو القيمة الاقتصادية المضافة (EVA).

لذا تأتي هذه الدراسة بهدف تحديد أي المؤشرات يعتبر أكثر فاعلية لتفسير التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية للأسهم، هل هي القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، أم المؤشرات المالية التقليدية مثل :Residual Income& Return On Investment (RI&ROI) .

من هنا سيتم صياغة مشكلة الدراسة على شكل أسئلة وهي:

1. هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ،والأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية ؟
2. هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين العائد على الاستثمار (ROI) ،والأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية ؟
3. هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الربح المتبقي (RI) ، والأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية ؟
4. هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية التقليدية (ROI & RI) معاً والأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية ؟
5. هل يُحسن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA من قدرة المؤشرات المالية التقليدية (RI&ROI) على تفسير التغيير الذى يحدث في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية.

3-1 أهمية الدراسة:

تناولت العديد من الدراسات القيمة الاقتصادية المضافة من جهة والمؤشرات المالية التقليدية من جهة أخرى كمعايير لتفسير التغير الحاصل في أسعار الأسهم السوقية وذلك في مسعى منها لمساعدة المديرين الماليين والأطراف المعنية كأساس لاتخاذ القرار المناسب والذي يساعد في تحقيق الهدف الرئيس للإدارة المالية في تعظيم ثروة الملاك وتقويم أداء الوحدات الاقتصادية المختلفة.

وتتبع أهمية هذه الدراسة من خلال النتائج التي ستكشف عنها والتي سَتخدم جميع الأطراف المتعاملة في أسواق المال مثل : المساهمين الحاليين، والمحتملين، والوسطاء، والمحللين الماليين ، وذلك في تفسير سلوك الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المُدرجة في بورصة عمان، ومن ثم مُساعدتهم في اتخاذ القرارات المناسبة في مجال شراء أو بيع أسهم تلك الشركات، وذلك بالاسترشاد بالقيمة الاقتصادية المضافة لتلك الشركات عوضاً عن أو جنباً إلى جنب مع المؤشرات المالية التقليدية والممثلة في هذه الدراسة بكل من الربح المتبقي Residual Income (RI) ، والعائد على الاستثمار Return On Investment (ROI) .

4-1 أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة الى تحليل ما يلي:

1. تعريف مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، ومميزاتها، و كيفية احتسابها.
2. تقويم أثر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.
3. تقويم أثر مؤشرات القياس المالية التقليدية (ROI & RI) على الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.
4. وبناءً لما تقدم إبراز أثر القيمة الاقتصادية المضافة بالمقارنة مع مؤشرات المالية التقليدية، (RI & ROI) وذلك على الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

5-1 فرضيات الدراسة:

لتحقيق الهدف العام للدراسة في اختبار أثر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والمؤشرات المالية التقليدية (RI & ROI) من جهة، والتغير في أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الصناعية المُدرجة في بورصة عمان من جهة اخرى ، قام الباحث باختبار الفرضيات التالية:

$H0_1$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والأسعار السوقية لأسهمها.

$H0_2$: لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على الاستثمار (ROI) للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والأسعار السوقية لأسهمها.

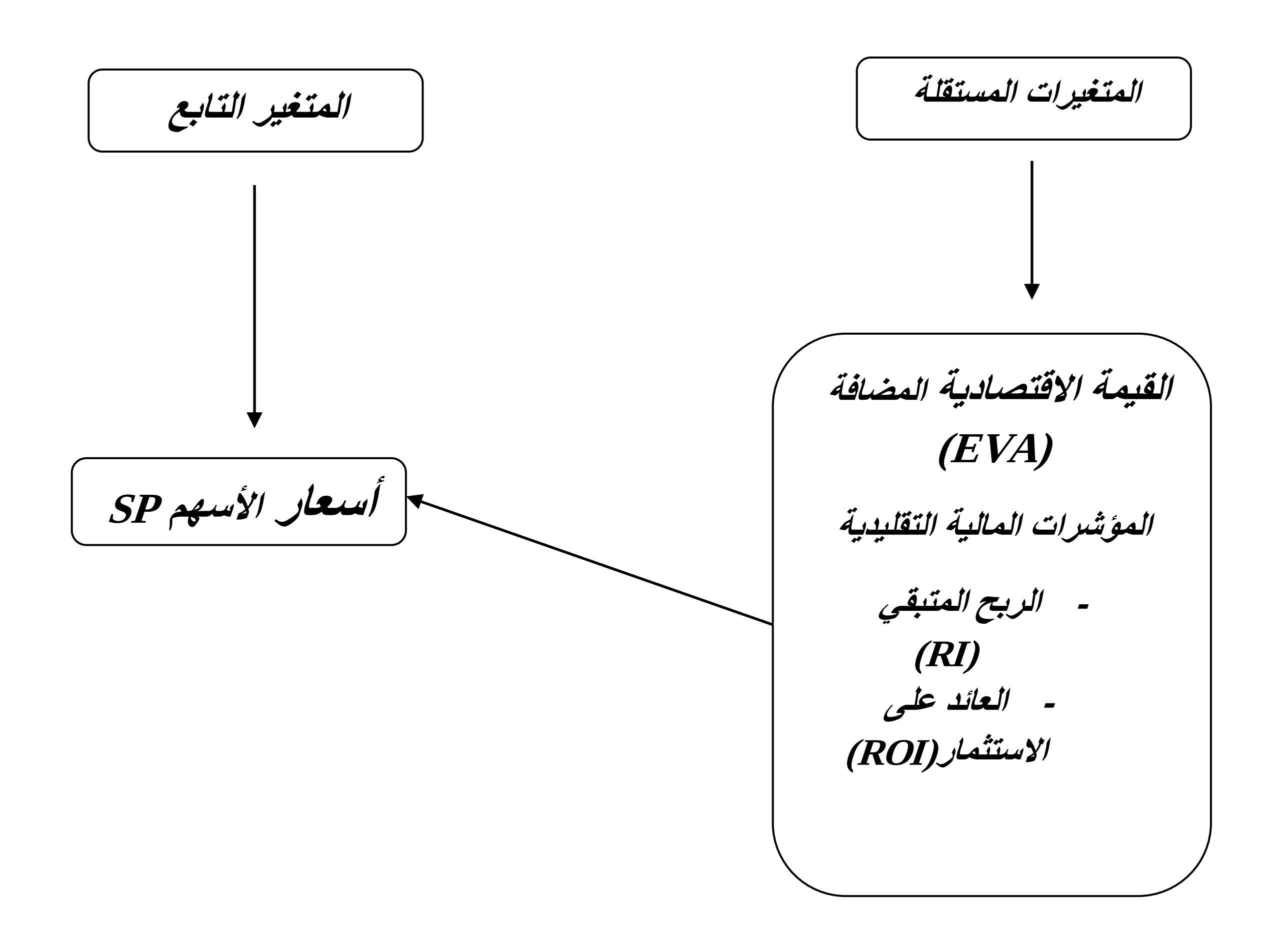
$H0_3$: لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين مؤشر الربح المتبقي (RI) للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والأسعار السوقية لأسهمها.

$H0_4$: لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين متغيري العائد على الاستثمار (ROI) ومؤشر الربح المتبقي (RI) للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والأسعار السوقية لأسهمها.

$H0_5$:لا يُحسن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA من قدرة المؤشرات المالية التقليدية (RI&ROI) على تفسير التغيير الذي يحدث في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية.

6-1 أنموذج الدراسة :

يتكون الأنموذج من المتغيرات التالية وفقاً لمفاهيمها الموضحة في المصطلحات الإجرائية اللاحقة.



7-1 حدود الدراسة :

اقتصرت الدراسة على الشركات الصناعية التي تمتلك أعلى رأس مال في بورصة عمان وذلك بين 3000000 دينار كحد ادنى و 35000000 دينار كحد أعلى، وتم استبعاد الشركات التي لم تصدر مجموعة متكاملة من قوائمها المالية على مدار السنوات الثلاث المشمولة في الدراسة.

أ- حدود مكانية

يقتصر تطبيق هذه الدراسة على الشركات الصناعية المساهمة العامة المُدرجة أسهمها في بورصة عمان.

ب- حدود زمانية

اشتملت عينة الدراسة على القوائم المالية للشركات الصناعية المُدرجة في بورصة عمان للفترات : 2012 -2014.

1-8 المصطلحات الاجرائية :

- **القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added (EVA:**

هي العائد على الاستثمار المحقق بعد خصم جميع عناصر تكلفة تمويل رأس المال المستثمر سواء عن طريق التمويل الخارجي، أو عن طريق التمويل الداخلي من المساهمين (Bodie , etal ,2011 ,P,825) .

- **الربح المتبقي (Residual Income (RI:**

هو الفرق بين صافي الربح التشغيلي، والعائد المستهدف من الاستثمار في الأصول التشغيلية . (Garrison, etal, 2011, P, 479) .

- **العائد على الاستثمار (Return On Investment (ROI :**

هو العائد المحقق من رأس المال المستثمر في نشاط المنشأة وذلك بغض النظر عن مصادر تمويله (مطر، ,2010 ص 48).

- **متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال**

Weighted Average Cost Of Capital (WACC) :

متوسط تكلفة الدينار الواحد من رأس المال المستثمر الذي يتم تمويله من مزيج الأموال التي تحصل عليها المنشأة من مصادر تمويل داخلية أو خارجية أو من كليهما معاً. (مطر ، 2016، ص 295) .

الفصل الثاني
الإطار النظري والدراسات السابقة

أولاً: الإطار النظري:

1-2 مقدمة :

تأتى التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأسهم الشركات المُدرجة في بورصة عمان، ومن ثم تفسير هذه التقلبات في نطاق ما يعرف بالمحتوى المعلوماتي للقوائم المالية المنشورة والذي هو على صلة بفرضية السوق المالي الكفؤ Efficient Market Hypothesis (EMH) والتي تقوم على افتراض أن الأسعار السوقية في بورصة عمان لدى اتخاذ القرارات المالية إما بشراء، أو بيع تلك الأسهم هي مرآة عاكسة للمعلومات المتوفرة لمتخذي هذه القرارات .

ووفقاً لفرضية السوق المالي الكفؤ (EMH) تصنف الأسواق المالية حسب مستوى كفاءتها في ثلاث فئات هي: (مطر ، 178,2016) ، (Ross,etal,2010,443) :

1. الكفاءة الضعيفة Trends Weak Efficiency: إذ عند هذا المستوى من الكفاءة تعكس أسعار الأسهم والتقلبات التي تحدث فيها فقط المعلومات التاريخية التي تتوفر عن اتجاهات الأسعار السابقة للسهم .
2. الكفاءة المتوسطة أو شبه القوية Semi Strong Efficiency : وعند هذا المستوى من الكفاءة تعكس أسعار الأسهم والتقلبات التي تحدث فيها المعلومات العامة الجاريةPublic Information ، والتاريخية المتاحة للمتعاملين والتي هي في معظمها مستخلصة من القوائم المالية المحاسبية، ولذا توفر للمتعاملين الفرصة للحصول على أرباح استثنائية من خلال تمكن البعض منهم الحصول وبصفة استثنائية على معلومات خاصة لم تتوفر لغيرهم .

3. الكفاءة المرتفعة، أو القوية Strong Efficiency : وتتوفر عندما تعكس أسعار الأسهم، والتقلبات التي تحدث فيها جميع المعلومات العامة والخاصة معاً. وبذلك يفترض من ناحيه نظرية أنه في حال توفر هذا المستوى تنعدم الفرص للمتعاملين في السوق على تحقيق أية أرباح استثنائية لأن المعلومات تتوفر للجميع في نفس الوقت.

لكن احتمال توفر سمة الكفاءة المطلقة للسوق المالي في الواقع العملي هي ضئيلة جداً مما يجعل التنبؤ باحتمالات تقلباتها عملية صعبة، وذلك وفقاً لما يعرف بنظرية المشي العشوائي Random walk theory (Bodie etal , 2011 , 372) .

هذا وقد تنازعت الآراء، ووجهات النظر حول الأفضلية في تفسير التقلبات السعرية لأسهم الشركات. وقد تجلى هذا التنازع في النتائج التي كشفت عنها الدراسات السابقة التي نفذها باحثون في مجال الإجابة عن سؤال أيهما أفضل في تفسير تلك التقلبات هل هي المؤشرات المالية المستخلصة من القوائم المحاسبية التقليدية المعدة على أساس الاستحقاق مثل: DPS ,PE, EPS, ROA , ROE , RI وغيرها، أم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA .

ومن الدراسات التي جاءت نتائجها لصالح أفضلية المؤشرات المالية التقليدية كانت على التوالي دراسات: Dodd .1996 ، Worthing Jon , 2001 ، الرواشدة , 2006 ، Ismail 2006, ثائر و أخرون ,2011 ، Abdoli ,2012 .

وبالمقابل من الدراسات السابقة التي جاءت نتائجها لصالح مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA كانت على التوالي : دراسة Lehn & Makajia , 1996، دراسة Tecker , 2011 و دراسة المصارورة ,2011 و دارسة بو حفص ,2013 و دراسة الزبيدي ,2014 .

وحاليا ازداد الاهتمام على مستوى العالم بإيجاد القيمة الاقتصادية المضافة ، حيث أن القوة الدافعة وراء هذا الاهتمام هي زيادة حدة المنافسة واهتمام المستثمرين بها بشكل أكثر فاعلية، والتي أدت بدورها إلى توقع كل من المستثمرين والأفراد في تحقيق مستوى أداء أفضل.

والقيمة الاقتصادية المضافة حالها حال أي مقياس مُستخدم له مزايا وعليه انتقادات ، وفي معرض هذا الجزء من الدراسة تطرقنا إلى نشأة مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة EVA، ومن ثم تعريفها ثم إلى مجموعة من المزايا والانتقادات التي توجه إليها، وكذلك إلى العنصر الأهم وهو الأسس المتبعة في تطوير أساليب قياسها .

2-2 نشأه القيمة الاقتصادية المضافة:

لقد ساهم التقدم العلمي السريع والنمو التكنولوجي في شركات الأعمال على تطوير العديد من أدوات قياس الأداء المالي التقليدية :- كالدخل المتبقي (Residual Income (RI ، ومعدل العائد الداخلي Internal Rate of Return (IRR)، ومعدل العائد على الاستثمارات على أساس التدفقات النقدية Cash Flow Return on Investment (CF ROI) ، والاعتماد على النمو المستقبلي Future Growth Reliance (FGR) ، و القيمة الاقتصادية المضافة Economic Value Added (EVA) ، وتشترك جميع هذه المقاييس في هدف واحد وهو قياس أداء الشركة داخلياً وخارجياً خلال فترة محددة ، وذلك لتحسين مستوى العمل فيها، وتعزيز قدراتها التنافسية مع الشركات الأخرى وبالتالي جذب أنظار المستثمرين لها للاستثمار فيها (الزبيدي والكيلاني،2004) . وتعد القيمة الاقتصادية المضافة من أبرز المؤشرات الحديثة في مجال تقويم الأداء المالي للمؤسسة بناءً على المعطيات المحاسبية ، وكان هذا المؤشر ناتجاً عن تعديلات قامت بها شركة Stern Stewart & Co على الربح المتبقي وأصدرته بمسمى جديد كعلامة تجارية Economic Value Added (EVA) في نهاية الثمانينات .

ولقد حقق مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة EVA نجاحاً كبيراً من خلال قدرته على تقويم الأداء الداخلي والخارجي للشركة، كما ساعد الشركات المطبقة لاستراتيجياتها على تحقيق نمو في التدفقات النقدية من الأنشطة، ووفقاً ل (Mangni , 2008) فإن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة يُعد من أكثر المقاييس المالية قُدرة على تحديد الربح الاقتصادي الحقيقي للشركة ، فهو يقوم على قياس ربحية الشركة. وكذلك يؤدي هذا المقياس الى خلق اتجاهات إيجابية من جانب العاملين اتجاه الإدارة، وزيادة ارتباطهم بالوحدة التي يعملون بها وتحفيز المديرين ، وكذلك يبين التفاعل القائم بين عناصر الإنتاج، والوحدة الاقتصادية في تحقيق الدخل القومي .

وعلى الرغم من أن هناك العديد من المؤشرات المالية التقليدية التي تُعبر عن مدى تحقيق الشركات لأهدافها مثل: العائد على الاستثمار (ROI) ، والعائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق المالكين (ROE) ، ،ومضاعف السعر السوقي للسهم (P/E) ، وربحية السهم العادي (EPS)، إلا أن هذه المؤشرات المالية التقليدية قد تعرضت للكثير من الانتقادات من قبل الباحثين الأكاديميين والعاملين في الأسواق المالية وأصبحت مؤشرات متقادمة وعاجزة عن تقويم أداء الإدارة بصورة دقيقة، وذلك بسبب تضارب المصالح بين المساهمين، والملاك ،والإدارة، ومتطلبات البيئة (Yook,1990). وفي ضوء ذلك الخلل والقصور برز مدخل القيمة الاقتصادية المضافة كواحد من المداخل، أو المقاييس الضرورية التي يمكن الاعتماد عليها في توفير معلومات إضافية ملائمة وأكثر نفعاً من بقية المقاييس.

ولبيان الأهمية التي احتلتها القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس مهم قامت شركة Stern Stewart & Co بدراسة على عدة مجموعات من الشركات التي تتعامل معها، وخلصت هذه الشركة إلى النتائج الآتية (الزبيدي,2004، ص 241) :

المجموعة الأولى: شملت (31) شركة استخدمت القيمة الاقتصادية المضافة EVA وفقاً لإرشادات وتعليمات شركة Stern Stewart & Co، فاستطاعت تحقيق ثروة تزيد بما يعادل 84% عن الثروة التي حققتها الشركات المنافسة التي لم تطبق معيار القيمة الاقتصادية المضافةEVA .

المجموعة الثانية :تكونت من (25) شركة وتستخدم أسلوب شركة Stern Stewart & Coولكن ليس بشكل كامل وقد استطاعت هذه الشركات تكوين ثروة أكثر من 33% من ثروة الشركات الأخرى المنافسة التي لم تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة EVA .

المجموعة الثالثة :تكونت من (10) شركات لم تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة EVA وبذلك لم تستطع هذه الشركات أن تحقق ثروة بأكثر من 1% عن باقي الشركات المنافسة الأخرى .

المجموعة الرابعة :تكونت من (22) شركة تبنت القيمة الاقتصادية المضافة EVA بدون أن تكون تابعة، أو تتعامل مع شركة Stern Stewart & Co بشكل مُباشر وقد سُميت هذه الشركات ب (Do-it-yourself. group) ، وقد حققت هذه الشركات ثروة تزيد بمقدار % 26 عن باقي الشركات الأخرى المنافسة التي لم تتبع معياراً، أو مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA لا من قريب ولا من بعيد .

ولم يخل هذا النجاح من بعض العقبات التي واجهت القيمة الاقتصادية المضافة نظراً لاختلاف البيئة الأمريكية عن غيرها، فقد ظهر العديد من الانتقادات على الأسس و المعايير التي وضعتها شركة Stern Stewart & Co في تطبيقها للحصول على هذا المؤشر. فيرى البعض أنه من الصعب تطبيق أنموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA في أيه بيئة أعمال بشكل مطلق لما يتطلبه من بيانات تفصيلية لا تتوفر في أي سوق مالي ، كما ذكر البعض الآخر أن الشركة قد خرجت في تعديلاتها التي أجرتها على الدخل المتبقي للحصول على المؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA عن المبادئ المحاسبية المتعارف عليها . (Milano,2000,p120).

ويرى الباحث أن تطبيق مؤشر الأداء بنفس الأسس والأساليب التي قدمتها شركه Stern Stewart & Co يحتاج إلى سوق يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة، والفاعلية، نظراً لما تتطلبه EVA من معلومات دقيقة ومهمة قد لا يتضمنها العديد من معايير الإفصاح المحاسبي في الأسواق المالية . إلا أنه من الممكن الحصول على القيمة الاقتصادية المضافةEVA بشكل يتناسب مع بيئة العمل الموجودة فيها وبقدر البيانات المتوفرة، والطريقة الوحيدة لإنهاء الجدل حول القيمة الاقتصادية المضافة وأسسها من وجهة نظر الباحث هي إجراء العديد من الدراسات التطبيقية على الشركات المساهمة في مختلف البيئات، ولفترات زمنية مختلفة لإكتشاف مدى فاعليتها في قياس الإنجاز، وتحقيق نتائج تتنبأ بعوائد الأسهم الحقيقية.

3-2 تعريف القيمة الاقتصادية المضافة:

يعود أصل تعريف القيمة الاقتصادية المضافة الى Marshall , 1890 & Hamilton , 1777 واللذان قدما شرحاً للشركات لتعظيم الثروة التي يجب أن تعود عليهم بشكل أكبر من كلفة الدين والملكية ، (Medeiros , 2002) .

ولقد عرفت شركة Stern Stewart & Co القيمة الاقتصادية المضافة على أنها مقياس للإنجاز المالي، وتعتبر أقرب من أي مقياس آخر لتقدير الربح المتبقي حيث أن هذا المقياس مرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت، وعرفت ذلك رياضياً بأنه صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT) مطروحاً منة حاصل ضرب رأس المال بكلفة رأس المال .

وقد عرف (بو حفص,2013) القيمة الاقتصادية المضافة بأنها "الربح الاقتصادي الكلي" ، بمعنى أنها ليست النتيجة المحاسبية الصافية التقليدية، ولكنها الفائض الناتج بعد طرح تكلفة الأموال

الإجمالية بما فيها تكلفة الأموال الخاصة، القيمة الاقتصادية المضافة تساوي الفرق بين نتيجة صافى الدخل التشغيلي بعد الضريبة، والتكلفة الكلية لمبلغ الأموال المستثمرة .

وعرفها (مطر ,2006) بأنها صافي ربح التشغيل بعد الضريبة (NOPAT) مطروحاً منه قيمة الفوائد المدفوعة لرأس المال المستثمر (Invested capital)، والذى يمول عادة عن طريق حملة الأسهم وحملة السندات .

كما عرفها (نور والسبتي ,2003) على أنها نوع خاص من حساب الدخل المتبقي، والدخل المتبقي يمثل قياسا محاسبياً للدخل مطروحاً منه العائد المحاسبي المطلوب أي أنه يساوي :

الدخل – (معدل العائد المطلوب * الاستثمار)

أما (Spero,1979) فقد عرفها على أنها مقياس محاسبي لأداء التشغيل الجاري وهو يمثل الدخل المتبقي بعد حصول المستثمرين على الحد الأدنى من العائد المطلوب الذي يعوضهم عن المخاطر التي يواجهونها نتيجة استثمار أموالهم في الشركة.

في حين عرفها (Scott,2001) بأنها الفرق بين ما يستثمره أصحاب رأس المال في الشركة وما يحصلون عليه من عملية البيع بالأسعار الحالية السائدة في سوق الأوراق المالية .

وعليه يمكن تعريف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها: صافى الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT) مطروحاً منة حاصل ضرب رأس المال بكلفة رأس المال.

4-2 مزايا ومحددات استخدام القيمة الاقتصادية المضافة.

1-4-2 مزايا استخدام القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التغير الحاصل على أسعار الأسهم:

تعددت المزايا والفوائد الإيجابية التي اكتسبتها الشركات والمستثمرون الذين استخدموا القيمة الاقتصادية المضافة في تقويمهم وتحليلهم لتفسير التغير في أسعار الأسهم وهي كما يلي:

1. يأخذ هذا المقياس في اعتباره تكلفة رأس المال المملوك والمقترض أي أنه يتم تحميل كافة التكاليف التي تتحملها الشركة من الإيرادات المحققة، وبالتالي فإن الربح المتبقي يمثل الربح الحقيقي لحملة الأسهم والذي يمكن الاعتماد عليه بشكل كبير في تفسير التغير الحاصل على أسعار الأسهم السوقية للشركات المدروسة، على فرض أن السوق يعكس الربح الحقيقي على أسعار الأسهم (خليل , 2004).
2. يؤدي استخدام القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر مالي إلى التخلص من التناقضات والتعارضات التي تنشأ بسبب استخدام الشركات لمؤشرات أداء متعددة مثل: ربحية السهم العادي ، والعائد على الاستثمار ، والعائد على حقوق الملكية (العفيري ، 2006).
3. أثبتت شركة Stern Stewart & Co من خلال الأبحاث التي قامت بها أن المحافظ التي تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة في تقويم أسهمها تتفوق على المحافظ الأخرى التي لا تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة بما يقارب 6 – 8 نقاط سنوياً فيما يتعلق بإجمالي العائد المحقق لحملة الأسهم في الخمس سنوات الأولى بعد تطبيق هذا المقياس.
4. إن استخدام القيمة الاقتصادية المضافة من قبل إدارات الشركات لاتخاذ القرارات من شأنها أن تؤثر على تقييم السوق المالي للشركة، وذلك بتوجيه الحكم على الأداء المالي الداخلي للشركة من خلال تأثيره على قيمة سهمها في أسواق التداول (السويسي ، 2010) .

5. القيمة الاقتصادية المضافة تقيس العوائد الاقتصادية الحقيقية لإجمالي رأس المال المستثمر (الرواشدة . 2006) .
6. إنّ استخدام معلومات القيمة الاقتصادية المضافة يعطي مقياساً جيداً لحجم وأهمية الشركة وترتيبها وهو بذلك أفضل من استخدام رقم المبيعات كأساس لترتيب أهمية، وحجم الشركة الذي قد يشوه الحقيقة، إذ قد يتضخم حجم المبيعات بفعل تكاليف السلع والخدمات المشتراه من الغير (نور والربيعي ، 2004) .
7. تربط بشكل مباشر القيمة الاقتصادية المتحققة بثروة حملة الاسهم ، وتوجه نظر إدارة المؤسسة الى الأداء الذي يؤدي الى زيادة العائد لحملة الاسهم (ابو العلا ، 2001) .
8. تعمل القيمة الاقتصادية المضافة على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تحفيز المدراء، وتشجيعهم على التصرف كأنهم ملاك الشركة (ابو العلا ، 2001) .
9. له ارتباط قوي مع القيمة السوقية للشركة ، حيث يعتبر مقياساً حقيقياً لتعظيم سعر السهم في السوق (الزبيدي ، 2014) .
10. توفر بيئة صالحة لتطبيق نظم محاسبة المسؤولية، و مجالاً لمساءلة الإدارة عن جميع النتائج الاقتصادية للشركة ، هذا إضافة الى توفير مجموعة من المؤشرات الهامة التي تلزم في إعداد الموازنات التخطيطية، و في اتخاذ القرارات الاستراتيجية . (مطر ، 2006).

2-4-2 المحددات، والانتقادات الموجهة لاستخدام القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم .

يمكن تلخيص الانتقادات، وأوجه القصور المرتبطة بالقيمة الاقتصادية المضافة فيما يلي:

1. أحد أهم الانتقادات لها: أنها تركز على الأداء لسنة مالية واحدة أي أنَ الأداء قصير الأجل . وذلك أن الإدارات، والمستثمرين على حد سواء يحتاجان الى مقاييس طويلة الأجل لتقويم الاستثمارات طويلة الأجل ، كذلك العمليات الاستراتيجية. فحساب القيمة الاقتصادية المضافة الحالية لا يأخذ بالحسبان القرارات المستقبلية للسنوات القادمة، ولذلك يمكن تضخيم القيمة الاقتصادية الحالية على حساب الأجل الطويل(بو حفص , 2013) .
2. بإعتبار أن مقياس القيمة المضافة كغيره من المقاييس المالية يتم حسابه من البيانات المالية المعدة في نهاية الفترة المالية، فهو بذلك لا يساعد المديرين على تحديد الأسباب الحقيقية لعدم الكفاءة في النواحي التشغيلية ، كما أنه يوفر معلومات قد تكون محدودة لأولئك الذين يتحملون مسؤولية إدرة العمليات في الشركة .
3. لا يأخذ مقياس القيمة الاقتصادية المضافة الاختلافات في الحجم في الحسبان؛ لأنه قد يرجع السبب في انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة لقسم، أو وحدة عمل في الشركة بالمقارنة بوحدة عمل لاختلاف حجم الاستثمار المتاح لكليهما .
4. يمكن أن تتسم عملية التقويم بالتحيز، وعدم النزاهة خاصة فيما لو طلبت من الشركات الاستشارية؛ وذلك لوجود مصالح لهذه المكاتب في تحسين نتائج بعض الشركات مما ينعكس إيجاباً على أسعار أسهمها السوقية (السويسي ,2010) .
5. يتطلب احتساب القيمة الاقتصادية المضافة إجراء العديد من التعديلات على بيانات القوائم المالية، وبزيادة عددها أصبحت تمثل عقبة أمام الشركات والمستثمرين في تطبيقها نظراً لتعقيد وتكلفة هذه الاجراءات ، وقد رد Stern Stewart & Co على هذا الانتقاد من خلال توضيحه أن معظم الوحدات لا تطبق كل التعديلات حيث يتم إجراء تعديل ما يمكن منها وطبقاً للظروف الملائمة للوحدة .

6. تهتم بالنتائج ولا تهتم بالأسباب، وبالتالي فهي توفر معلومات تفيد جانباً واحداً فقط للأداء، وهو الجانب المالي، ولا تعكس الجوانب غير المالية للأداء، وإن كانت تحقق قيمة لحملة الأسهم (مقبل ,2012) .

5-2 قياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) :

1-5-2 المنهج التقليدي لقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) .

وفقاَ ل (Abdoli , 2012) يتم احتساب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) من خلال المعادلة التالية :

$$EVA = NOPAT - C \times WACC$$

حيث أن:

- **EVA**= القيمة الاقتصادية المضافة للشركة.
- **NOPAT** (Net Operating Income After Tax) = صافي الربح التشغيلي بعد خصم الضرائب للشركة ، ويتم استخراج قيمتها من قائمة الدخل الشامل في التقارير السنوية للشركات من خلال المعادلة التالية .

$$NOPAT = EBIT * (1- T)$$

EBIT (Earning Before Interest and Tax) : صافي الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة .

T (Tax Rate) : معدل ضريبة الدخل .

- **C** (Invested Capital) = رأس المال للشركة المستثمر، ويتم استخراجه من قائمة المركز المالي.
- **WACC** (Weighted Average Cost of Capital) : متوسط التكلفة المرجحة لرأس مال الشركة.

2-5-2 المنهج الحديث لقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) المعدلة .

هناك عدة تعديلات أوصت بها شركة Stern Stewart & Co والتي تفوق 160 تعديلاً يتوجب إجراؤها على كل من رأس مال المستثمر (Invested Capital)، وصافي الأرباح التشغيلية بعد الضرائب (NOPAT) ، ولكن في واقع الحال ما تقوم به الشركات التي تستخدم القيمة المضافة من تعديلات لا تتجاوز من 5 إلى 15 تعديلاً وذلك تجنباً للتعقيد.

ولتحديد أكثر التعديلات التي تقوم بها القيمة الاقتصادية المضافة والتي يجب أن تؤخذ بعين الإعتبار فإنه يجب تطبيق بعض القواعد التالية (الرواشدة ،2006) :

1. المادية: يجب أن يكون التعديل للقيمة الاقتصادية المضافة له أثر مادي.
2. التحفيز: يجب أن يكون للتعديل أثر في صنع القرار.
3. توفر البيانات: حيث يجب توفر البيانات اللازمة لإجراء هذه التعديلات.
4. السهولة و البساطة: حيث يجب أن تتصف بالسهولة ،والبساطة.

وهذه القواعد قد تساعد على تقليص كمية البيانات اللازمة، وتُسهل عملية حساب القيمة الاقتصادية المضافة.

الغرض من إجراء التعديلات :

1. قياس رأس المال المستثمر ليكون أقرب ما يكون للقيمة الحالية.
2. لجعل القيمة الاقتصادية المضافة أقرب ما يكون للتدفقات النقدية الفعلية للشركة .

و سنحاول تقسيم أهم هذه التعديلات كالتالي :

أولاً : تعديلات على قائمة الدخل :

إهتم هذا النوع من التعديلات بإجراء بعض التغييرات على عناصر قائمة الدخل، و ذلك بنقل بعض بنودها إلى رأس المال المستثمر في قائمة المركز المالي و هي :

1. تكاليف البحث والتطوير:

وفقاً للمبادئ، والمعايير المحاسبية الدولية تعامل هذه النفقات مالياً بإعتبارها نفقه إيرادية تحمل لربح الفترة المحاسبية التي تحدث خلالها، ومن ثم تؤدي بطريقة غير مباشرة الى تخفيض قيمة رأس المال المستثمر، لذا ولغرض احتساب القيمة الاقتصادية المضافة يتوجب رسملة هذه النفقات باعتبارها أصلاً غير ملموس يتم إطفاؤها على مدار السنوات بطريقه تتوافق مع المنافع المحددة منها مما يوجب إعادة إضافة الجزء غير المطفأ منها إلى صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب وتحميل هذا الربح بالجزء المطفأ فقط (مطر ، 2006) .

ويرى (George A,2001) بأن رسملة تكاليف البحث، والتطوير له أثر إيجابي على قدرة المستثمر على التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم أكثر من اعتباره مصروفاً في قائمة الدخل ، وكذلك فإن تكاليف البحث، والتطوير ترتبط بالقيمة السوقية للشركات على المدى الطويل مما يؤدي الى زيادة المبيعات من عام إلى اخر. ويعتقد أيضاً بأن رسملة هذه التكاليف كانت سبباً لمنع العديد من حالات الغش والتلاعب.

2. إطفاء الشهرة :

تعني الشهرة زيادة القيمة الحالية للأرباح المستقبلية التي تحققها الشركة بالقياس إلى ما تحققه شركة مشابهة، وتعامل المبادئ المحاسبية الشهرة بأنها إحدى الأصول غير الملموسة والتي لا يمكن مقايضتها، أو بيعها، أو فصلها عن الشركة، إذ يرى فريق البحث لشركة Stern Stewart & Co أنه يجب أن نتعامل مع الشهرة معاملة الأصول غير قابلة للإهتلاك وذلك بإضافة مجموع مخصصات إطفاء الشهرة إلى رأس المال المستثمر، وإضافة مخصص الفترة الحالية إلى قائمة الدخل، وذلك للتخلص من أثر إطفائها في القوائم المالية، لأن هذه البنود ليست سوى بنود وهمية لا تشير إلى أي تدفق نقدي تتحمله المؤسسة، وبالتالي لا تفرض عليها ضرائب مالية فلا ضرورة لتواجد هذه البنود في قائمة الدخل، كما أن رسملة إطفاء الشهرة يزيد من دعم معدلات العائد على الاستثمار للاقتراب من المعدلات الاقتصادية فإلغاء إطفاء الشهرة من قائمة الدخل يؤثر على تقويم الأداء في السنة الحالية، ولكنه يُحسن من قياس الإنجاز المرتبط بالأنشطة التشغيلية لفترات المحاسبة القادمة (بو حفص ,2013) .

ويمكن تلخيص الإجراءات المتعلقة بالشهرة كما يلي (الزبيدي ،2014) :

1- إضافة مجمع إطفاءات الشهرة عن السنوات السابقة الى رأس المال المستثمر.

2- إضافة إطفاء الشهرة عن العام الحالي الى صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب.

وفيما يتعلق بالشهرة غير المسجلة في دفاتر الشركة، والناتجة عن عملية الاقتناء فيتم الإفصاح عنها من خلال إضافتها الى قائمة المركز المالي وذلك حتى تعكس التكلفة الفعلية للاقتناء من وجهة نظر المساهمين .

3. الفروق الضريبية (الضرائب المؤجلة) :

ويقصد بها الفرق بين ما تتحمله الشركة من ضرائب، و ما سددته فعلاً ، و لكن من وجهة النظر الاقتصادية فإن الضرائب التي يتوجب طرحها من الإيرادات هي تلك التي سددت فعلاً، و ليست تلك التي ستدفع لاحقا. ولمعالجة هذه الفروق يتم إضافة الضرائب المستحقة إلى رأس المال المستثمر وإضافة الزيادة في الفروق الضريبية إلى صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (المصاروة ,2011) .

4. استهلاك الأصول الثابتة :

تقوم الشركات أحياناً باستبعاد بعض أصولها الثابتة، وبما أن القيمة الدفترية للأصل تختلف عن قيمتها السوقية فإن ذلك يؤدي الى أرباح أو خسائر تنتج عن بيع الأصول ، وقد اقترحت شركة Stern Stewart & Co بخصوص هذا الشأن عدم تسجيل هذه الأرباح والخسائر، وفي حال قيام الشركة بتسجيل هذه الأرباح والخسائر فإنه يجب أن يتم استبعادها من قائمة الدخل (المصاروة 2011,)

ثانياً: تعديلات على قائمة المركز المالي:

أهم التعديلات من هذا النوع ما يلي :

1. جرد المخزون :

أشارت شركة Stern Stewart & Co للشركات التي تستخدم طريقة(LIFO) في تغيير جرد مخزونها بأن تغير طريقة الجرد (Inventory Method) الى طريقة المتوسط المرجح WAIM (Weighted Average)،أو الى طريقة الوارد أولاً صادر أولاً (First In First Out) FIFO التي تعكس التكلفة الجارية للمخزون ولأن التقويم فيهما يقترب من القيم السوقية .

لذا والشركات التي تتبع في تقويم مخزونها السلعي طريقة (LIFO (Last In First Out تحقق وفورات ضريبية ينتج عنها تخفيض الربح الخاضع للضريبة في الفترة التي ترتفع فيها أسعار مواد الخام، وهذا ما يتطلب إعادة تسوية (NOPAT) لتنعكس هذه التسويات وبنفس المقدار على قيمة رأس المال المستثمر، وذلك لغايات احتساب القيمة الاقتصادية المضافة (مطر ، 2006) .

2. مخصصات الديون المشكوك في تحصيلها:

تنشأ هذه الحسابات من خلال مبادئ وسياسات مالية صحيحة – ولكنها تشوه القيمة السوقية للشركة، وتهدف تعديلات شركة Stern Stewart & Co من هذه الحسابات إلى: إزالة التشويه المحاسبي الحاصل في نتائج قوائم الشركة المالية، فتتسبب هذه الحسابات بحدوث فارق كبير بين القيمة الاقتصادية والتدفقات النقدية للشركة، ونتيجه لذلك فلا بد من إضافة هذه المخصصات إلى رأس المال المستثمر، وصافي دخل الأنشطة التشغيلية قبل الضرائب لتعكس الواقع الاقتصادي السليم لقيمة الشركة (الزبيدي ,2014) .

ونظراً لعدم توفر جميع المعلومات السابقة الخاصة بتعديلات القيمة الاقتصادية المضافة في جميع البيانات المالية المنشورة للشركات المشمولة في عينة الدراسة؛ فقد اختصر التعديل الذي أجراه الباحث على البنود الموضحة في الجدول(1.2) أدناه.

جدوا رقم (1.2) أهم التعديلات المقترحة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة:

العناصر التي يتم إضافتها لرأس المال المستثمر (IC)	العناصر التي يتم إضافتها، أو طرحها من صافي الأرباح بعد الضرائب (NOPAT)
مخصص الضرائب	التغير في مخصص الضرائب
مخصص الديون المشكوك في تحصيلها	التغير في مخصص الديون المشكوك في تحصيلها.
مخصص بضاعة بطيئة الحركة، أو الراكدة	التغير في مخصص بضاعة بطيئة الحركة، أو الراكدة

ويتم احتسابها من خلال المعادلة التالية :

EVA = Adjusted NOPAT – [WACC (Adhusted Invested Capital)]… (2)

متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) :

ويقصد بها المتوسط المرجح لتكلفة الدينار الواحد المستثمر في نشاط الشركة، وذلك بغض النظر عن مصدر تمويله داخلياً كان أم خارجياً، ويعرف هذا المتوسط على أنه الحد الأدنى لمعدل العائد الواجب تحقيقه من الاستثمارات الرأسمالية المقترحة. لذا فإنه في إعداد الموازنات الرأسمالية لابد من تحديد التكلفة المرجحة لرؤوس الأموال المستخدمة في تمويل هذه المشروعات وذلك لاستخدامها أساساً لخصم التدفقات النقدية المتوقعة من المشروعات الاستثمارية، تمهيداً للوصول إلى صافي القيمة الحالية (NPV)، وهنالك العديد من الأهداف لحساب التكلفة المرجحة لرأس المال منها: اتخاذ قرار الاستثمار، وقياس مردودية المشاريع الاستثمارية، وقياس الجودة و فعالية مصادر التمويل (مطر ،2016).

وتحسب المؤسسة التكلفة المرجحة لرأس المال **WACC** من خلال ثلاث خطوات (James, 2011) هي :

1. تحديد الوزن النسبي من كل مصدر من مصادر تمويل رأس المال على أساس القيم السوقية.
2. حساب المعدل بعد خصم الضرائب من التكلفة من كل مصدر.
3. حساب متوسط التكلفة المرجح لجميع المصادر.

وهكذا يتم احتسابها من خلال المعادلة التالية :

WACC= (Ke×We)+(Kd× Wd) …. (5)

Ke (Cost of Equity) : متوسط كلفة الأسهم، ويقصد به الحد الأدنى للعائد المطلوب عن الاستثمار في سهم الشركة ، ويتم استخراج هذه القيمة من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model(CAPM) التالي:

$$\mathbf{Ke = Rf + b\ (Rm - Rf) \quad \ldots..\ (9)}$$

وذلك حيث أنّ:

- **Rf** (Risk Free) : معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، ويقصد به نسبة العائد الممكن الحصول عليه من الاستثمار الخالي من المخاطر ، وتم احتسابه لجميع عينة الدراسة عن طريق احتساب متوسط سعر الفائدة على أذونات الخزينة الصادرة عن البنك المركزي خلال فترة الدراسة بالاستعانة بالتقارير السنوية للبنك والتي بلغت كالتالي :

2014	2013	2012
0.0300	0.0395	0.0400

- **B** = (Beta coefficient) : يمثل معامل بيتا مقياساً للتقلبات، أو المخاطر النظامية التي يتعرض لها سعر سهم الشركة بالمقارنة مع سعر السهم السوقي ككل، وسيتم احتساب بيتا باستخدام تحليل الانحدار بين العوائد الشهرية للأسهم والعائد الشهري لبورصة عمان.

ويمثل معامل بيتا التباين المشترك بين عائد السهم وعائد محفظة السوق حسب المعادلة التالية (Sharma & Kumar,2012) :

$$\mathbf{B = Cov\ (Rs*Rm)/\ (Rm) \ \ldots.\ (7)}$$

حيث أن :

B (Beta): معامل بيتا .

Cov (Rs*Rm) : التباين المشترك بين عائد السهم Rs ، وعائد السوق Rm، وهو حاصل ضرب معامل الارتباط R بين العائدين لكل من الانحراف المعياري لكلا العائدين .

- **Rm** : وهو العائد المتوقع لسعر السهم السوقي بشكل عام، وتم قياسه بالمتوسط السنوي للعوائد الشهرية لأسهم بورصة عمان، وتم استخراجه بالاستعانة بتقارير بورصة عمان.

ويتم حساب العائد اليومي لمحفظة السوق من خلال المعادلة التالية

: (Parasuraman & Ramudu, 2011)

$$\mathbf{Rm = Index_{t} - Index_{t-1} / Index_{t-1} \quad .... (11)}$$

حيث :

- Rm: يمثل عائد السوق خلال اليوم t .
- $Index_{t}$: يمثل قيمة إغلاق مؤشر السوق في نهاية اليوم t .
- $Index_{t-1}$: يمثل قيمة إغلاق مؤشر السوق في نهاية اليوم t−1.
- We= الوزن النسبي للتمويل الداخلي، والمتمثل بحقوق المساهمين في هيكل التمويل، ويتم احتسابه بالمعادلة التالية:

متوسط حقوق مساهمي الشركة / (متوسط حقوق المساهمين + متوسط التسهيلات الممنوحة للشركة) ..... (10)

- **Kd** تكلفة الدين (Interest Rate on DEBT) : ويتمثل لمعدل كلفة التمويل للتسهيلات الممنوحة للشركة، وتم استخراجها بالاستعانة بالتقارير السنوية للبنك المركزي الأردني خلال فترة الدراسة والتي بلغت كالتالي :

2012	2013	2014
8.950	9.030	8.840

- Wd = الوزن النسبي للتمويل الخارجي، والمتمثل بالتسهيلات الائتمانية قصيرة، وطويلة الأجل الممنوحة للشركة، وتم احتسابه بالمعادلة التالية:

متوسط التسهيلات الممنوحة للشركة / (متوسط حقوق المساهمين + متوسط التسهيلات قصيرة وطويلة الأجل الممنوحة للشركة) ..... (10)

النتيجة :

إذا كانت $EVA > 0$ ففي هذه الحالة يمكن القول أن المنشأة ناجحة، ويكون هناك زيادة في ثروة الملاك، وبالتالي يكسبون أكثر من أصل الاستثمار، أما إذا كانت $EVA = 0$ فهذا يعني أن المنشأة قد أنتجت بقدر ما استثمرت من أموال وعندما تكون $EVA < 0$ هذا يعني تآكلاً في ثروة الملاك (Abdoli , 2012) .

6-2 العائد على الاستثمار (ROI)

يعتبر هذا العائد مقياساً لمدى ربحية الأموال المستثمرة في المشاريع الاقتصادية، وهو من أكثر المؤشرات التحليلية التي تستخدم في تقويم الأداء في شركات الأعمال، و التي تهم الإدارة والملاك

والمستثمرين، كما أنّه يساعد متخذي القرار على وضع أهدافهم وذلك من خلال تقويمه لكيفية تحقيق الربحية (Garrison , etal, 2011 , P, 465) .

وهو مقياس يعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبه، وهذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية، وغير التشغيلية، وهي بذلك تعمل كمقياس لفعالية ونشاط الشركة، ويستخرج العائد على الاستثمار (ROI) بقسمة صافي الربح على متوسط قيمة إجمالي الموجودات (معجم ابو غزاله للمحاسبة والأعمال ، 2010 ، ص364)

ويحسب معدل العائد على الاستثمار من خلال المعادلة التالية (مطر ،2016) :

$$\textbf{ROI} = \frac{\text{صافي الأرباح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي الموجودات (مجموع الأموال المستثمرة)}} \quad \ldots\ldots (4)$$

ويكون الأداء جيداً وفقاً لهذا المؤشر كلما ارتفعت هذه النسبة، فهو يمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية خلال فترة الاستثمار، فإذا كانت القيمة الحالية للتدفقات النقدية سالبة فهنا يجب على إدارة المؤسسة أن تعمل على تخفيض رأس مالها، أما اذا كانت القيمة الحالية للتدفقات موجبة فهنا يمكن للإدارة تقديم المكافآت، وتوزيعات للمساهمين، وقد تعمل على رفع رأس مالها ولو بعملية حجز لجزء من أرباحها، أو أن تقوم باستقطاب الأموال من جهات اخرى (مطر ،2016) .

وترجع أهمية هذا المقياس الى عدة أسباب منها :

1. يساعد على رفع فعالية المديرين في المؤسسات، وبالأخص المهندسين الذين لا يملكون شهادات، أو خبرة في مجال التسيير إلا في الميدان (R ,Teller, 1999) .

2. يأخذ في الحسبان الأداء الكلي للمؤسسة، وكذلك يؤدي الى انسجام بين أهداف المنظمة وأهداف الأفراد و يسمح بالمقارنة بين مراكز المسؤولية فيما بينها داخل المؤسسة، وبين المؤسسات المنافسة لها (Chalandler , 2001) .

3. كما يمكن استعمال هذا المؤشر أيضا في حساب مردودية كل وحدة، أو قسم، أو بشكل عام كل مركز مسؤولية على حدة، حيث يتم من خلاله تقويم أداء المسؤولين عنها، وعقد مقارنات بين مختلف مراكز المسؤولية، وتتبع الأداء من خلال المقارنة مع السنوات الماضية (السويسي ، 2010) .

بالرغم من الجوانب الإيجابية لهذا المقياس إلاّ أنّه يوجد بعض المشاكل والسلبيات منها :

1. البساطة الكبيرة، والسطحية لهذا المؤشر كأداة قياس تستعمل في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمارات، وكذلك من الممكن أن يؤدي إلى حساب قاعدة استثمار لمعدل المردودية كاستخدام التكلفة التاريخية، أو القيمة السوقية بشكل غير صحيح، مما يؤدي الى إضعاف العلاقة بين ربحية الوحدات، وربحية المؤسسة .

2. عدم التركيز على المردودية بشكل كبير، واعتبارها من الأهداف الرئيسة للمؤسسة، ولكنْ التركيز على الأهداف التجارية، واعتبارها من الأهداف التي تسعى المؤسسة الى تحقيقها. (بو حفص ، 2013) .

3. و كذلك هذا المعامل لا يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال، وبالتالي لا يخدم مصلحة حاملي الأسهم؛ لأنهم يعتبرونه الحد الادنى من العائد الذي يتوقعونه، وكذلك يهمل الاستثمارات التي تحقق عوائد في المدى الطويل لأنّه يعتمد على قاعدة قبول المشاريع التي تحقق مردودية في المدى القصير (السويسي ، 2010) .

فأمام هذه الانتقادات الكثيرة التي أصبحت معروفة لدى الكثير من المهتمين في قياس أداء المؤسسة، برز مؤشر منافس للعائد على الاستثمار يسمى " الربح المتبقي "

2-7 الربح المتبقي (RI)

و يطلق عليه تسمية الربح الاقتصادي، اذ يعد مؤشراً يستخدم في تقويم الأداء المالي للمؤسسة لمعرفة قدراتها على خلق قيمة من عدمها، والعمل به كان لتغطية العيوب الموجودة في مؤشر العائد على الاستثمار بحيث أنه يتضمن تحميلاً على الربح يمثل تكلفة رأس المال

. (Garrison , etal, 2011 , P, 479)

ويستند مفهوم الربح المتبقي على أنه حتى يمكن تحقيق القيمة لحملة الأسهم؛ فإنه يجب على إدارة المنشأة استخدام الموارد المتاحة لديها بصورة تؤدي إلى تحقيق عائد على الأموال المستثمرة أكبر من تكلفة الحصول على هذه الأموال سواءٌ أكانت أموالاً مملوكةً أو أموالاً مقترضة (الشرقاوي ،2007) .

و يقيس الربح المتبقي (RI) نتيجة المؤسسة بحساب الفرق بين المبيعات و تكاليفها الخاصة ويضاف لهذه الأخيرة المصاريف المالية الداخلية المرتبطة بأصولها، و يمكن توضيح الفكرة الأساسية التي يرتكز عليها مفهوم الربح المتبقي في أنها تتمثل في تطبيق معدل الفائدة، والتي تمثل تكلفة الأموال الموضوعة تحت تصرف مركز المسؤولية (نشاط معين) في المؤسسة تكون على الأقل مساوية لناتج ضرب معدل الفائدة في تكلفة الأصل الاقتصادي المستعمل في مركز المسؤولية بالمؤسسة، والهدف من استعمال الربح المتبقي هو تنشيط وتفعيل مراكز المسؤولية داخل المؤسسة (السويسي ,2010) .

ويمكن حساب الربح المتبقي بالفرق (RI) بين قيمة صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب، و قيمة التكلفة المتوسطة لرأس المال المستثمر في المنشأة حسب المعادلة التالية :

Residual Income (RI) = NOPAT – Cost of capital .... (3)

RI هي صافي الربح المتبقي في أي فترة .

Net Operating Profit After Tax (NOPAT) : هو صافي ربح التشغيل بعد الضرائب ودون خصم الفوائد في نفس الفترة .

Cost of capital : هي التكلفة الكلية لرأس المال المستثمر والتي تحسب كما يلي :

Cost of capital = WACC * Capital

حيث :

WACC : هي معدل التكلفة المتوسطة المرجحة للدينار الواحد من رأس المال المستثمر .

Capital : رأس المال المستثمر.

وترجع أهمية هذا المقياس إلى عدة أسباب منها :

1. يساعد هذا المقياس على مواجهة أوجه القصور التي يعاني منها كل من الربح المحاسبي، ومعدل العائد على الاستثمار، في حين يحسب الربح المتبقي بعد استبعاد التكلفة الضمنية لرأس المال المستثمر من الأرباح التشغيلية، حيث إن احتساب التكلفة الضمنية على رأس المال المستثمر سوف يقود الى إضافة قيمة لمقياس الربح المحاسبي، ويوفر مقياساً أشمل للأداء (Jae k.Shim,1999).
2. يساعد إدارة الشركة في اتخاذ القرارات للتخلص من الاستثمارات ذات التدفقات النقدية السالبة في بداية سنوات التشغيل، وكذلك يحث إدارة الشركة على اتخاذ القرارات المناسبة التي تعود

بالمنفعة على الشركة وتجعل المدراء يتصرفون كأنهم ملاك للشركة (السعايدة ،2007، 143).

3. يساعد على تنشيط، وتفعيل مراكز المسؤولية داخل المؤسسة، لذلك فهو يمثل تغيراً حقيقياً في لغة الإتصال داخل المؤسسة، إذ سمح بالمرور من لغة المحاسبة التي ترتكز على النتيجة المحاسبية والتي تستعمل في المؤسسات التي تعتمد على المركزية في تيسير أمورها، إلى لغة أكثر اقتصادية والتي ترتكز على الربح المتبقي، والذي ساهم في تغير الشكل التنظيمي للمؤسسات كونه يعتمد على لا مركزية، واستقلالية أكبر في تسيير أمور الشركة. (Bouquin,1998) .

وعلى الرغم من الجوانب الإيجابية لهذا المقياس إلا أنه يوجد بعض الإنتقادات منها:

1. اعتماده على الربح التشغيلي الناتج عن القوائم الماليّة لحسابه، والربح التشغيلي لا يعبر عن الواقع الحقيقي للشركة ضمن أصولها والتزاماتها (الشرقاوي ، 2007) .
2. عدم قيام المديرين بخصم تكلفة رأس مال المساهمين من صافي الربح، وقيامهم بخصم التكاليف المرتبطة بفوائد القروض من البنوك والدائنين فقط (Bouquin,1998) .
3. صعوبة استخدام هذا المقياس في المقارنة بين الشركات ذات الأحجام المختلفة، أو الاقسام المختلفة داخل الشركة، وللتغلب على هذه الصعوبات؛ فإنه يتم تحديد مستويات للربح المتبقي لكل قسم والتي يجب ان تكون متسقه مع حجم الموجودات، وظروف السوق للأقسام المختلفة (مقبل ،2012، 56) .

ولا يختلف هذا المؤشر عن القيمة الاقتصادية المضافة بشكل كبير، ولكنّ ما يميز القيمة الاقتصادية المضافة، هي التعديلات المحاسبية والتي من شأنها تحويل الدخل المحاسبي إلى دخل

اقتصادي، ورأس المال المحاسبي الى رأس مال الاقتصادي، وبالتالي فإن مدى اختلاف القيمة الاقتصادية المضافة عن الربح المتبقي يعتمد على مدى تأثير التعديلات المحاسبية .

ثانياً: الدراسات السابقة

ما يلي مجموعة من الدراسات السابقة العربية، والأجنبية ذات صله مرتبطة تصاعدياً، حسب تاريخ النشر، والتي تعرضت لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة ومكوناتها تفسيراً للإختلافات في عوائد الأسهم.

دراسة (Worthington, 2001) بعنوان:

The Usefulness of Economic Value-Added (EVA) and its Components in the Australian Context

هدفت الدراسة الى التعرف على أيهما أكثر ارتباطاً بأرباح الأسهم القيمة الاقتصادية المضافة أم صافي التدفقات النقدية التشغيلية ، وقد أجريت الدراسة على 110 شركات للفترة من 1992 لغاية 1998، حيث توصلت الدراسة الى أن صافي الدخل قبل العمليات الاضافية أكثر قدرة على تفسير التغير في أرباح الأسهم من قيمة الدخل المتبقي، وصافي التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية، والقيمة لاقتصادية المضافة. وأوصى الباحث باعتماد القيمة الاقتصادية المضافة بدلاً من الطرق التقليدية لما تعطيه القيمة الاقتصادية المضافة من قوة وإضافة الى التحليل بما يختص تفسير التغير في أرباح الأسهم .

دراسة (الخولى، 2001) بعنوان :

الاختبار الميداني للعلاقة بين مقاييس الأداء الداخلي، والقيمة السوقية للشركة:

هدفت هذه الدراسة الى اختبار العلاقة بين القيمة السوقية المضافة MVA لمجموعة من شركات الأعمال المصرية كمتغير تابع، وبين كل من مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA والمقاييس المحاسبية التقليدية كمتغير مستقل . وقد اشتملت عينة الدراسة على 50 شركة مصرية للفترة (1996 – 2000) ، وقد توصلت الدراسة الى أن المتغيرات المحاسبية التقليدية والتي تعتمد على الأرباح المحاسبية تسهم في تفسير تغيرات القيمة السوقية المضافة بدرجة أكبر من متغير القيمة الاقتصادية المضافة EVA، وقد بلغ معامل التحديد R2 للعلاقة بين القيمة السوقية المضافة، والقيمة الاقتصادية المضافة 54% بينما بلغ نفس المعامل للعلاقة بين القيمة السوقية المضافة، والأرباح المحاسبية 62%، كما أظهرت النتائج أن مقياس الربح المتبقي RI يسهم في تفسير تغيرات القيمة السوقية المضافة بدرجة أكبر من مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، حيث تشير هذه النتائج الى عدم وجود جدوى للتعديلات التي اقترحها Stern Stewart & Co للوصول الى القيمة الاقتصادية المضافة .

دراسة (ابو العلا، 2001) بعنوان

العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة، والعوائد غير العادية للأسهم:

تناولت هذه الدراسة موضوع القيمة الاقتصادية المضافة EVA، والقيمة الاقتصادية المضافة المعدلة REVA بالبحث، والدراسة، والاختبار التطبيقي لارتباط كل منها بثروة المساهمين والتي قيست بالعوائد غير العادية للأسهم . كذلك اختبرت الدراسة قدرتهما معاً على تفسير تلك العوائد

ولأجل إجراء هذه الاختبارات فقد تم تجميع البيانات، واحتساب القيم السنوية لمتغيرات الدراسة REVA , EVA، والعوائد غير العادية وذلك لإحدى وعشرين (21) شركة مساهمة عامة صناعية أردنية مدرجة في السوق النظامي في بورصة عمان ، للفترة 1992 – 1999 .

ولاختبار الفرضيات فقد استخدمت عدد من الأساليب الاحصائية مثل: الانحدار البسيط، والمتعدد، والارتباطات الخطية، وغير الخطية .

وبينت نتائج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين EVA و REVA ، وبشكل منفصل ، والعائد غير العادي . إذ استطاعات EVA و REVA تفسير ما نسبته 4.5% و 4.8% على التوالي من التباين الكلي للعوائد غير العادية للأسهم . كذلك بينت النتائج قدرة EVA و REVA معاً على تفسير 5% من التذبذب الحاصل في العوائد غير العادية، وبشكل ذو دلالة احصائية .

دراسة (Fernandez, 2002) بعنوان :

Three Residual Income Valuation Methods and Discounted Cash Flow Valuation.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى صحة وجود علاقة ارتباط بين مقايس القيمة الاقتصادية المضافة، والقيمة السوقية للشركة، وقد قامت الدراسة بإجراء تحليل للعلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة، وبين القيمة السوقية لعدد 582 شركة أمريكية للفترة (1987–1997) ، وقد تم اختيار هذه الشركات من قاعدة البيانات التي قدمتها شركة Stern Stewart & Co عن شركات الأعمال الأمريكية، وقد توصلت إلى عدم وجود علاقة ارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والذى تحققه الشركة، والقيمة السوقية لها . كما أظهرت النتائج أن درجة الارتباط بين صافي ربح التشغيل المحاسبي (دون أي تعديلات) وبين القيمة السوقية للشركة تعتبر درجة

مرتفعة بالمقارنة بدرجة الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة، وبين القيمة السوقية، وكذلك توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط سالبة بين القيمة الاقتصادية المضافة، والقيمة السوقية للشركات.

وخلصت الدراسة الى أنه من الصعوبة بمكان الاعتقاد بالمزاعم النظرية التي تنادي بأن القيمة الاقتصادية المضافة هي مؤشر للأداء يرتبط بالقيمة السوقية للشركة .

دراسة (الزبيدي و الكيلاني ، 2004) بعنوان :

إعادة هيكلة نظم الإدارة المالية باستخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة:

هدفت الدراسة إلى إيجاد طبيعة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، وبين تقويم الأداء بشكل عام، و الأداء المالي بشكل خاص لتعظيم ثروة الملاك من خلال زيادة أرباح التشغيل بدون زيادة الاستثمار في الشركة، ومن خلال تخفيض رأس المال المستثمر مع المحافظة على حجم العمليات التشغيلية ذاتها، أو تخفيض الاستثمار في الأنشطة التي لا تحقق عوائد مجزية، ومن خلال استثمار رأسمال إضافي في مشروعات جديدة تحقق أرباحاً أكبر من كلفة الاستثمار(كلفة التمويل) وتكوّن مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (1998-2000) و تمثلت عينة الدراسة في 20 شركة صناعية .

ومن أهم نتائج الدراسة: أن التغيرات في أسعار الأسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية جاءت متباينة فيما بين الشركات مما لا يدع مجالاً للشك أن: أسعار الأسهم مستقلة في الجزء الأكبر من تقلباتها ارتفاعاً، أو انخفاضاً عن القيمة الاقتصادية المضافة . وتوصل الباحثان أيضاً إلى وجود تجاهل، أو ضعف في إمكانية استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة من قبل الإدارات المالية في شركات الأعمال الأردنية.

دراسة (مطر، 2006) بعنوان:

القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ودورها في التنبؤ بالقيمة السوقية المضافة (MVA):

هدفت هذه الدراسة الى كشف وتحليل المزايا التي توفرها بعض المفاهيم والمؤشرات الاقتصادية مثل: القيمة الاقتصادية المضافة EVA، والقيمة السوقية المضافة MVA كأدوات تقويم الأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن. ومن ثم استخدام تلك المفاهيم والمؤشرات كأدوات للتنبؤ بالتقلبات السعرية لأسهم تلك الشركات في بورصة عمان المالي، وذلك كبديل، أو على الأقل جنباً الى جنب مع المؤشرات المحاسبية التقليدية المستخدمة في هذا المجال، وبلغت عينة الدراسة (10) شركات صناعية، وغطت الفترة الزمنية من 1998 الى 2003 .

وقد كشفت تلك الدراسة عن وجود علاقة ارتباط معنوية ذات دلاله احصائية بين الاقتصادية المضافة EVA كمتغير مستقل، والقيمة السوقية المضافة MVA كمتغير تابع .

دراسة (Ismail ,2006) بعنوان :

Is economic value added more associated with stock return than accounting earning

هدفت هذه الدارسة للتأكد من أن القيمة الاقتصادية المضافة مرتبطة بشكل أفضل بالعوائد على السهم وقيمة المنشأة، منها مقارنة بالعائد المحاسبي، حيث قام الباحث باعتبار القيمة الاقتصادية المضافة، والعائد المحاسبي متغيرات مستقلة، وعائد السهم وقيمة الشركة متغيرات تابعة، وتمثلت عينة الدراسة في 500 شركة بريطانية خلال الفترة (1990-1997)، وتوصلت الى أن القيمة الاقتصادية المضافة غير صالحة كمؤشر، وكذلك توصلت الى أن صافي الدخل أقوى ارتباطاً بالقيمة السوقية المستقبلية للسهم، وهذا ما يفتح الباب للتساؤل عن مدى الجدوى من احتساب القيمة

الاقتصادية المضافة للشركات، واستخدامها كمؤشر لتقويم الأداء، وتفسير التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركات .

دراسة (الرواشدة ,2006) بعنوان :

العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة، و مقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى العلاقة بين مقاييس الأداء التقليدية وهي العائد على الأصول (ROA)، وصافي التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية (CFO) ، والعائد على حقوق الملكية (ROE) وحصة السهم من الأرباح (EPS) . بالإضافة إلى ذلك فقد هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة، وعوائد الأسهم، واختبار مدى مساهمة كل من هذه المقاييس في تفسير الاختلافات في عوائد الأسهم . ولتحقيق أهداف هذه الدراسة فقد تم اختبار هذه العلاقات على عينة شملت (47) شركة صناعية أردنية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ما بين (1998–2004) . وقد تم استخدام تحليل الارتباط، والانحدار لاختبار فرضيات الدراسة. وخلصت نتائج هذه الدراسة إلى أن كلاً من مقاييس الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة على علاقة بعوائد الأسهم، وكلاهما يقدم تفسيراً للاختلافات في عوائد الأسهم، ولكن كانت مقاييس الأداء التقليدية أكثر ارتباطاً، وأكثر تفسيراً لعوائد الأسهم، وأن هناك محتوى معلوماتياً إضافياً للمقاييس التقليدية يفوق المحتوى المعلوماتي للقيمة الاقتصادية المضافة وليس العكس .

دراسة (George,2007) بعنوان :

"Value- Based Management, EVA and stock price performance in Canada"

هدفت الدراسة إلى إجراء مقارنة بين أسعار أسهم الشركات الكندية التي تبنت استخدام مقياس (EVA) القيمة الاقتصادية المضافة، والشركات التي لم تتبنَّ استخدام أل (EVA) . حيث تم إجراء مسح ميداني لأكثر من 300 شركة كندية، وتحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة، وهما القيمة الاقتصادية المضافة، وأسعار أسهم هذه الشركات، ومن ثم تحليل العلاقة من خلال معامل الإنحدار.

أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن: الشركات التي تطبق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة تكون نسبة النمو لأرباح أسهمها أعلى مقارنة مع تلك الشركات التي لا تطبق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، ولكن هناك جدلاً حول ذلك لأن نسبة انتشار مقياس EVA في كندا، والولايات المتحدة الأمريكية لا تكاد تصل إلى 34% ، حيث فسر ذلك بأن هناك عوامل أخرى مثل العرض والطلب ومدى وعي المدراء الماليين باستخدام أساليب مالية حديثة تعظم ثروة حملة الأسهم.

دراسة (سويسي, 2010) بعنوان :

دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة:

هدفت هذه الدراسة الى تقويم، ومقارنة مقدرة كل من المؤشرات التقليدية، والمؤشرات الحديثة ومنها: القيمة الاقتصادية المضافة EVA على تفسير التغير في أسعار الأسهم . وقد بين الباحث جملة من الانتقادات والمزايا لكل من الطرق التقليدية، والطرق الحديثة خاصة القيمة الاقتصادية المضافة، وخلص البحث الى عدم ملاءمة مؤشر واحد يمكن الاعتماد عليه لتفسير التغيير في

أسعار الأسهم، وأوصى باعتماد أكثر من مؤشر عند التحليل، وذلك للاستفادة من مميزات، والتقليل من أثر عيوب كل طريقه فيما لو طبقت بشكل منفرد .

دراسة (ثائر واخرون ,2011) بعنوان :

أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم؟ أهي القيمة الاقتصادية المضافة، أم معايير الأداء التقليدية ؟

هدفت الدراسة لمعرفة أيهما أكثر قدرة (القيمة الاقتصادية المضافة، أم الطرق التقليدية لتقويم الأداء) في تفسير التغير في القيم السوقية للسهم، وقد أجريت الدراسة على 40 شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وغطت الفترة من 2006 للغاية 2010 ، من خلال تحليل القدرة التفسيرية لطرق تقويم الأداء التقليدية، والقيمة الاقتصادية المضافة كمتغيرات مستقلة، والتغير في سعر السهم السوقي كمتغير تابع . وقد خلصت الدراسة الى أن الطرق التقليدية لها قدرة تفسيرية أعلى من القيمة الاقتصادية المضافة للتغير في قيمة السهم السوقية في سوق عمان المالي .

دراسة (Dilek Teker,2011) بعنون :

Economic Value added Performances of Publicly Owned Banks Evidence from Turkey

هدفت الدراسة الى توظيف القيمة الاقتصادية المضافة كأحد المؤشرات المستخدمة للوقوف على تقويم أداء إدارات البنوك، وتقويم البنوك. وقد أجريت على جميع البنوك التركية المدرجة في سوق اسطنبول الأوراق المالية، وغطت الفترة من 2006 للغاية 2010 وقد خلصت الدراسة إلى وجود

علاقة قوية بين القيمة الاقتصادية المضافة للبنوك المدروسة، وترتيبها من حيث الكفاءة في الأداء، والقيمة السوقية للبنوك .

دراسة (المصاروة ، 2011) بعنوان :

أثر مقاييس الأداء المحاسبي، والقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم:

هدفت هذه الدراسة الى قياس العلاقة بين مقاييس الأداء المحاسبية التقليدية المكونة من: العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، وحصة السهم من الأرباح، وتأثيرها على القيمة السوقية لأسعار الأسهم من جهة، وقياس العلاقة بين مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة وتأثيرها على القيمة السوقية لأسعار الأسهم من جهة أخرى . ولتحقيق ذلك اعتمد الباحث على منهج التحليل الوصفي.

ولتحقيق أهداف هذه الدراسة فقد تم اختبار هذه العلاقات على عينة شملت (43) شركة صناعية أردنية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان المالية خلال الفترة من 2007 الى2009 ، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ما بين مقاييس الأداء التقليدية، وبين السعر السوقي للسهم وبدرجات مختلفة، وتبين أيضاً أن هناك علاقة ما بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، والسعر السوقي للسهم، إلا أن درجة تأثير مقياس القيمة الاقتصادية المضافة أكبر من مقاييس الأداء التقليدية، وأن سعر السهم السوقي يرتبط أكثر بمقياس القيمة الاقتصادية المضافة من مقاييس الأداء التقليدية.

دراسة (Rajesh.2012) بعنوان :

An Empirical Study on EVA And MVA Approch

هدفت الدراسة الى معرفة أيهما أكثر قدره على تقويم أداء المنظمات وتفسير التغير في أسعار أسهمها، وقد أجريت الدراسة على شركات الإسمنت في الهند، والبالغ عددها 10 شركات للفترة من 2000 لغاية 2010 باعتبار القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كعوامل متغيرة، وتقويم أداء الشركة وأسعار أسهم الشركات كمتغيرات تابعة، وقد خلصت الدراسة الى أن كلا المعيارين له القدرة على تقويم الوضع المالي للشركات وكذلك تقويم أدائها .

دراسة (Abdoli,2012) بعنوان :

Economic Value Added vs. Accounting Residual Income; Which One Is a Better Criterion for Measurement of Created Shareholders Value

هدفت هذه الدراسة الى التعرف أيهما أقدر؟ القيمة الاقتصادية المضافة أم الدخل المتبقي على قياس الربح العائد على المستثمرين، وقد أجريت هذه الدراسة على (85) شركة مدرجة بسوق طهران للأوراق المالية للفترة من 2006 لغاية 2009، حيث تم اعتبار القيمة الاقتصادية المضافة والدخل المتبقي كمتغيرات مستقلة، والتغير الحاصل على ثروة الملاك كمتغير تابع. وقد خلصت الدراسة أن كلا المتغيرين يفسر التغير على العائد على الملاك، ولكن الدخل المتبقي له قدرة تفسيرية أكبر من القيمة الاقتصادية المضافة.

دراسة (التميمي و القيسي ، 2012) بعنوان :

أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركات على رأس المال العامل وانعكاسهما على القيمة الاقتصادية المضافة:

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر أدوات الحوكمة الداخلية للشركات على رأس المال العامل، و القيمة الاقتصادية المضافة من جانب، وهل لرأس المال العامل دورٌ في تعظيم ثورة المساهمين من خلال تأثيره على القيمة الاقتصادية المضافة . وقد اشتملت عينة الدراسة على 27 شركة صناعية أردنية للفترة من 2009 الى 2011 ، وقد توصلت إلى وجود أثر معنوي لكل من ملكية كبار المساهمين وحجم مجلس الإدارة على صافي رأس المال العامل، وارتباطهما بعلاقة طردية، وكذلك وجود أثر معنوي لصافي رأس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة، وارتباطهما بعلاقة عكسية في حين بينت الدراسة وجود أثر معنوي لكل من كبار المساهمين لأسهم الشركة وحجم مجلس الإدارة على القيمة الاقتصادية المضافة، وكشفت عن وجود أثر معنوي للأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة في ظل اختلاف صافي رأس المال العامل .

دراسة (بو حفص ,2013) بعنوان :

دور نظام المعلومات المحاسبية في حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة:

هدفت الدراسة إلى التعرف على دور نظام المعلومات المحاسبية المستخدمة في الشركات الجزائرية في حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وقد أجريت على مؤسسة صناعة الكوابل – فرع جنرال كابل – بسكرة للفترة من 2007 الى 2009، وذلك من خلال استخدام مخرجات هذا النظام كمدخلات في عملية حساب القيمة الاقتصادية المضافة. وعليه توصلت الدراسة إلى نتيجة تبين أن القيمة الاقتصادية المضافة لا يمكن التوصل لقيمتها دون أن تتوفر كافة المعطيات

اللازمة، بالإضافة الى أن القيمة الاقتصادية المضافة مؤشر فعال ومعبر عن واقع المؤسسة وإعطاء صورة واضحة لها في محيطها .

دراسة (Pavelkova & Dostal , 2013) بعنوان :

Measuring The Company Performance: The Identification of Correlation between EVA and Selected Financial Indicators With Use of Genetic Algorithm.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أداء الشركة باستخدام مقاييس أداء مختلفة من حيث المفهوم، والأداة، والمؤشر، ولتحقيق غرض الدراسة تمت المقارنة بين المقاييس المبنية على القيمة الاقتصادية المضافة، والمقاييس المالية التقليدية من خلال استبيان تم توزيعه على عينة مكونة من (258) عاملاً يعملون في شركة صناعية في الجمهورية التشيكية. وقد اشتملت المقاييس التقليدية على العائد على الأصول، ونسبة التداول، ونسبة حقوق الملكية لأجمالي الأصول، ومعدل دوران المبيعات. وقد توصلت الدراسة إلى أن أفراد العينة يدركون أهمية استخدام مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة، لتقويم أداء الشركات بشكل أفضل، إلا أنَّ النتائج أظهرت أن المقاييس التقليدية هي أكثر شيوعاً في تقويم الأعمال، وذلك لكثرة استعمالها من قبل الشركات الأخرى.

وقد أظهرت النتائج أن أفراد العينة يرغبون في تطبيق مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة بدل المقاييس التقليدية؛ وذلك لأنها تعمل على التنبؤ بالفشل المالي والإفلاس وتقويم الوضع الائتماني.

دراسة (Kangarlouei et al, 2013) بعنوان :

Investigation of the Explanatory Power of Performance Evaluation Criteria in Determining the Value of Acquried Companies in Tehran Stock Exchange (TSE).

هدفت هذه الدراسة إلى قياس القوة التفسيرية لمقياس الأداء في تحديد القيمة للشركات المسيطر عليها والمدرجة في بورصة طهران. واشتملت الدراسة على جميع الشركات المسيطر عليها والمدرجة في البورصة للفترة من 2007 الى 2011 والتي بلغت 75 شركة. حيث قامت الدراسة على أساس مقارنة العلاقة بين المقاييس المالية التي تم اختيارها، والقيمة السوقية للشركات، واشتملت المقاييس المختارة في الدراسة على (القيمة الاقتصادية المضافة EVA، والقيمة السوقية المضافة MVA، والعائد على الاستثمار ROI، والربح المتبقي RI، والعائد على المبيعات ROS، وربحية السهم EPS، ونسبة سعر السهم الى ربحيته P/E، والعائد على الأصول ROA، والعائد على حقوق الملكية ROE .

وقد توصلت إلى أن القيمة السوقية المضافة MVA تحتل المرتبة الأولى في القوى التفسيرية لقيمة الشركة السوقية والتي بلغت (66.6%) يليها الربح المتبقي RI بقوة تفسيرية (58.9%)، وبعد ذلك جاء في المرتبة الثالثة القيمة الاقتصادية المضافة بقوة تفسيرية بلغت (54.9%) ، وجاءت ربحية السهم في المرتبة الأخيرة بقوة تفسيرية بلغت (42.0%) .

دراسة (الزبيدي ، 2014) بعنوان :

المحتوى المعلوماتي للقيمة الاقتصادية المضافة مقارنة مع مقاييس الأداء المحاسبية التقليدية:

هدفت هذه الدراسة لتقويم المحتوى المعلوماتي لمقاييس القيمة الاقتصادية المضافة، ومقارنتها مع المحتوى المعلوماتي للمقاييس المحاسبية التقليدية للأداء، مقياس صافي الدخل (NI)، والتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية (CFO)، والتدفق النقدي الحر (FCF) ،والربح المتبقي (RI) ، وكذلك دراسة علاقة كل من هذه المقاييس مع مقاييس القيمة السوقية المضافة (MVA) للشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للفترة 2009 – 2011 والتي بلغت (42) شركة.

ولتحقيق أهداف هذه الدراسة تم استخدام منهج التحليل الوصفي لتحديد العلاقة بين مقاييس الأداء المحاسبية التقليدية، ومقاييس القيمة الاقتصادية المضافة، وبيان علاقة كل منها بالقيمة السوقية المضافة للشركات الصناعية الأردنية، كما واستخدمت القوائم المالية للشركات كمصدر أولي للمعلومات، واستخدمت الأساليب الاحصائية المناسبة لاختبار الفرضيات متمثلة باختبار t للعينة الواحدة ومعامل ارتباط بيرسون، وتحليلي الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد .

وتوصلت الدراسة الى أن هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة، والقيمة السوقية المضافة. وأن القيمة الاقتصادية المضافة احتلت المرتبة الثانية في تفسير التباين في القيمة السوقية المضافة للشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان بعد مقياس صافي الربح، ولكنها أقدر من مقاييس الأداء المحاسبية التقليدية الأخرى في تفسير التباين في القيمة السوقية المضافة للشركات الصناعية المساهمة العامة المُدرجة في بورصة عمان، كما أظهرت النتائج تفوق مؤشر تكلفة رأس المال – وهو من مكونات مقاييس القيمة الاقتصادية

المضافة – على مقاييس الأداء المحاسبية التقليدية الأخرى في تفسير التباين في القيمة السوقية المضافة .

ثالثاً: ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة:

تتميز هذه الدراسة عن مثيلاتها من الدراسات المحلية السابقة كونها من النوع الاختباري (Empirical Study) الذى يعتمد على بيانات مالية فعلية مستخلصة من القوائم المالية للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، مما يوفر للنتائج المستخلصة منها مصداقية تتجاوز تلك التي وفرتها الدراسات الأخرى القائمة على المنهج الوصفي باستخدام الاستبانة.

كما تختلف عنها بشكل عام من حيث:

1. اختلاف طبيعة عينة الدراسة من حيث نوع الشركات المشمولة في الدراسة.
2. اختلاف المتغيرات التي يتضمنها أنموذج الدراسة.
3. استخدام المفهوم الأحدث والمطور للقيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، وذلك من خلال معالجة آثار استخدام أساس الاستحقاق على مفهومها التقليدي، والذي لم تعالجه الدراسات المشار اليها .

الفصل الثالث
الطريقة والإجراءات

1-3 منهجية الدراسة:

استخدم الباحث في دراسته هذه منهج البحث النوعي القائم على دراسة تحليلية اختبارية ميدانيه Analytic Empirical Study لواقع البيانات المالية الفعلية المنشورة في القوائم المالية الصادرة عن الشركات المشمولة في عينة الدراسة، خلال الفترة الزمنية المحددة من : 2012-2014 .

2-3 مجتمع الدراسة وعينتها:

تكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المُدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وحسب طبيعة البحث، ولغرض الحصول على بيانات معبرة، وذات دلالة تم اختيار 31 شركة من بين 76 شركة والتي تمتلك أعلى رؤوس أموال في بورصة عمان. وذلك من واقع نشرة هيئة الأوراق المالية الصادرة في 31/12/2014. وتم اختيار عينة الدراسة مراعاة استبعاد الشركات التي لم تصدر قوائمها المالية عن الفترات 2012 – 2014 .

3-3 أساليب جمع البيانات:

- **البيانات الأولية:**

قام الباحث بجمع البيانات الأولية من خلال القوائم المالية للشركات الصناعية المساهمة العامة المُدرجة في سوق عمان المالي للفترات من : 2012 – 2014، ومن الموقع الإلكتروني لكل من هيئة الأوراق المالية، والبنك المركزي الأردني .

- **البيانات الثانوية:**

قام الباحث بجمع البيانات والمعلومات اللازمة لخدمة هذا البحث من مصادر متعددة وهذه المصادر هي:

1. الكتب المتخصصة في مجال المحاسبة المالية، والتمويل، والتحليل المالي.

2. الأبحاث المحكمة ذات الصلة المنشورة في دوريات متخصصة.

3. تقارير، ومنشورات سوق عمان المالي.

4. المواقع التعليمية، والمهنية، والمقالات ذات الصلة على الشبكة العنكبوتية (Internet).

3-4 الأساليب الإحصائية

في تحليل بيانات الدراسة و للإجابة عن أسئلتها واختبار فرضياتها، قام الباحث باستخدام أساليب، و مؤشرات التحليل الإحصائي الوصفي مثل:

- المتوسطات الحسابية لتحديد المؤشرات المالية المستخدمة في كل شركة من الشركات محل الدراسة.
- النسب المئوية .
- الانحراف المعياري لقياس درجة تباين النسب عن الوسط الحسابي لكل نسبة.
- وذلك مع استخدام أساليب إحصائية أخرى لتحليل بيانات الدراسة، واختبار فرضياتها مثل :
  - تحليل ارتباط بيرسون لتحديد معاملات الأرتباط بين متغيرات أنموذج الدراسة.
  - تحليل الإنحدار البسيط و المتعدد، وذلك لإختبار فرضيات الدراسة .

الفصل الرابع
تحليل البيانات والنتائج

1-4 المقدمة

يهدف الفصل الرابع إلى عرض المعالجة الاحصائية المتبعة في وصف متغيرات الدراسة وتحديد طبيعة علاقة الارتباط بين هذه المتغيرات، والمستخدمة كذلك في اختبار فرضيات الدراسة، بالإضافة الى النتائج المستخلصة المتعلقة بالعلاقة بين القيمة السوقية المضافة والعائد على الاستثمار، والربح المتبقي بوصفها متغيرات مستقلة محتملة التأثير في متغير تابع هو الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية.

4- 2 الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

يبين الجدول (1.4) مقاييس الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة ممثلة بالوسط الحسابي والانحراف المعياري، ويتضمن الجدول القيمتين العليا، والدنيا لكل متغير والتي تم تسجيلها خلال الفترة 2012−2014، بالإضافة الى متوسط قيمة كل متغير، والانحراف المعياري لها.

الجدول (1.4)

مقاييس الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة (المبلغ بالدينار الأردني)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
EVA	-148135968	11217224	-34933613.935	40210765.844
ROI	-0.1977	0.1334	0.027319	0.0622711
RI	-144974071	3414710	-31651546.35	35208210.601
SP	0.25	6.11	1.5597	1.23471

يتضح من الجدول (1.4) أن متوسط القيمة الاقتصادية المضافة للشركات الصناعية في الفترة 2012-2014 قد بلغ ما قيمته (-34933613.9355) دينار أردني، بانحراف معياري مقداره (40210765.844)، وفي حين بلغت أعلى قيمة للقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للشركات الصناعية خلال نفس الفترة ما مقداره (11217224)، فقد بلغت القيمة الدنيا لها (-148135968). وقد جاء متوسط القيمة الاقتصادية للشركات الصناعية بقيمة سالبة من واقع أن القيمة الاقتصادية المضافة لحوالي (81%) من الشركات المشمولة في عينة الدراسة سالبة. أما متوسط العائد على الاستثمار (ROI)، فقد بلغ (0.027319) بانحراف معياري (0.0622711)، وكانت أعلى قيمة هي (0.1334)، وأقل قيمة لهذا المؤشر هي (-0.1977). وتعد القيمة الموجبة لمتوسط العائد على الاستثمار نتيجة لانخفاض نسبة الشركات (16%) التي تقل قيمة هذا المؤشر لها عن صفر. وتشير النتائج كذلك الى أن متوسط الربح المتبقي (RI) للشركات قد بلغ (-31651546.35)، حيث كانت أعلى قيمة (3414710)، وأقل قيمة (-144974071)، مع ملاحظة وجود تطابق بين الشركات من حيث نسبة القيم السالبة لمؤشر القيمة الاقتصادية وقيمة الربح المتبقي، حيث بلغت النسبة كذلك (81%). وأخيراً، بلغ متوسط قيمة الأسعار السوقية للأسهم (1.5597)، وكانت أعلى قيمة (6.11)، أما أقل قيمة فقد بلغت (0.25).

3-4 مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

تم استخدام تحليل ارتباط بيرسون من أجل احتساب معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة، والتعرف على طبيعة ودرجة الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الاستثمار، والربح المتبقي، والأسعار السوقية للأسهم. وتظهر النتائج في الجدول (2.4).

الجدول (2.4)

معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة للشركات الصناعية الأردنية

		EVA	ROI	RI	SP
EVA	Pearson Correlation ®	1	0.227	0.980**	-0.146
	Sig. (2-tailed)	-	0.219	0.000	0.432
ROI	Pearson Correlation ®	0.227	1	0.252	0.430*
	Sig. (2-tailed)	0.219	-	0.171	0.016
RI	Pearson Correlation ®	0.980**	0.252	1	-0.127
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.171	-	0.495
SP	Pearson Correlation ®	-0.146	0.430*	-0.127	1
	Sig. (2-tailed)	0.432	0.016	0.495	-
* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed). ** Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).					

بمطالعة قيم معاملات الارتباط (R)، وقيم الدلالة (.Sig)، ومن ثم الاحتكام إلى قاعدة القرار الخاصة بتحليل الانحدار، يمكن تلخيص النتائج الواردة في الجدول (3.4) أعلاه، والمتعلقة بطبيعة الارتباط بين متغيرات الدراسة على النحو التالي:

1. يوجد ارتباط موجب ضعيف نسبياً مقداره 0.227 بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA، والعائد على الاستثمار ROI، كما أن قيمة الدلالة (.Sig) وهي 0.219 أكبر من 0.05

تؤكد عدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بينهما. ويمكن تفسير هذه النتيجة بالنظر الى طبيعة الاختلاف في الهدف بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الاستثمار، في حين يتمثل هدف العائد على الاستثمار في زيادة الأرباح المحاسبية فإنّ الهدف من القيمة الاقتصادية المضافة هو تحقيق القيمة لحملة الأسهم .

2. توجد علاقة ارتباط قوية مقدارها 0.980 بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والربح المتبقي (RI). كما أن قيمة الدلالة (.Sig) وهي 0.000 أقل من 0.05 تؤكد على وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بينهما. والسبب في ذلك أن القيمة الاقتصادية المضافة تمثل إلى حدٍ ما امتداداً للربح المتبقي من حيث مفهومها وتتفق هذه النتيجة مع ما كشفت عنة دراسة (الرواشدة، 2006).

3. يوجد معامل ارتباط سالب مقداره 0.146 –، بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والقيمة السوقية لأسعار أسهم (SP) الشركات الصناعية، كما أن قيمة الدلالة (Sig) 0.432 وهي أكبر من 0.05 تؤكد عدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بينهما، وقد اتفقت هذه النتيجة مع ما كشفت عنة دراسة (ثائر وآخرون ،2011) من حيث عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والأسعار السوقية للأسهم.

4. يوجد ارتباط ضعيف موجب بين متغير العائد على الاستثمار (ROI)، والربح المتبقي (RI) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط 0.252 . كما أن قيمة الدلالة (.Sig) وهي 0.171 أكبر من 0.05 تؤكد عدم وجود علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة إحصائية بينهما.

5. يوجد معامل ارتباط موجب متوسط القيمة مقداره 0.430 بين متغير العائد على الاستثمار (ROI) لأسعار السوقية الأسهم، كما أن قيمة الدلالة (Sig) وهي 0.000 أقل من 0.05

تؤكد على وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بينهما. وتتفق هذه النتيجة مع (ثائر وآخرون ،2011) التي أشارت الى وجود ارتباط قوي بين العائد على الاستثمار، والقيمة السوقية لأسعار الأسهم.

6. يوجد معامل ارتباط سالب مقداره 127 .0- بين متغير الربح المتبقي (RI) والأسعار السوقية للأسهم، كما أن قيمة الدلالة (Sig) وهي 0.495 أكبر من 0.05 تؤكد عدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بينهما .

4-4 اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى:

$H0_1$: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند ($\alpha \leq 0.05$) بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والأسعار السوقية لأسهمها.

تم إجراء تحليل الانحدار البسيط لاختبار الفرضية الأولى، وذلك من أجل التعرف على أثر القيمة الاقتصادية المضافة بوصفها متغيراً مستقلاً في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية العامة الأردنية باعتبارها المتغير التابع. ويبين الجدول (3.4) نتائج الاختبار.

الجدول (3.4)

نتائج اختبار تحليل الانحدار البسيط لتقويم أثر القيمة الاقتصادية المضافة في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية

المتغير التابع	(R) الارتباط	(R^2) معامل التحديد	F المحسوبة	DF درجات الحرية		Sig.* مستوي الدلالة	درجة التأثير B		T المحسوبة	Sig.* مستوي الدلالة
الأسعار السوقية للأسهم	0.146	0.021	0.634	الإنحدار	1	0.432	Constant	-	4.712	0.000
				البواقي	29					
				المجموع	30		EVA	-0.151	-0.797	0.432

* يكون التأثير ذا دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)
* قيمة F الجدولية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)
* قيمة T الجدولية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)

يتضح من الجدول (3.4) أن متغير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لا يتمتع بالقدرة الكافية لتفسير التباين في الأسعار السوقية للأسهم الشركات، حيث أظهرت النتائج أن قيمة معامل الأرتباط (R) تساوى (0.146) وأن قيمة معامل التحديد (R^2) تساوي (0.021)، كما أظهرت النتائج أن قيمة F التي بلغت (0.634) وهي غير دالة احصائياً عند ($\alpha \leq 0.05$). وبالنظر الى قيمة Beta المقابلة لمتغير القيمة الاقتصادية المضافة التي بلغت (0.151−) وقيمة t التي بلغت (0.797−) ومستوى الدلالة (0.432)، يتوجب قبول الفرضية الصفرية الأولى $\mathbf{H0_1}$، مما يعني عدم وجود علاقة دالة إحصائياً عند ($\alpha \leq 0.05$) بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والأسعار السوقية للأسهم (SP) .

الفرضية الثانية:

$H0_2$: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند ($\alpha \leq 0.05$) بين مؤشر العائد على الاستثمار (ROI) للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والأسعار السوقية لأسهمها.

الجدول (4.4)

نتائج اختبار تحليل الإنحدار البسيط لتقويم أثر العائد على الاستثمار في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية

المتغير التابع	(R) الارتباط	(R^2) معامل التحديد	F المحسوبة	DF درجات الحرية		Sig.* مستوي الدلالة	B درجة التأثير		T المحسوبة	Sig.* مستوي الدلالة
الأسعار السوقية للأسهم	0.430	0.185	6.585	الإنحدار	1	0.016	Constant	1.327	5.951	0.000
				البواقي	29					
				المجموع	30		ROI	8.529	2.566	0.016

* يكون التأثير ذا دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)
* قيمة F الجدولية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)
* قيمة T الجدولية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)

تم إجراء تحليل الانحدار البسيط لاختبار الفرضية الثانية، من أجل التعرف على أثر العائد على الاستثمار (ROI) في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية العامة الأردنية. وتظهر نتائج التحليل في الجدول (5.4) التالي، ويتضح منها أن متغير العائد على الاستثمار (ROI) يفسر ما نسبته 15.7% فقط من التباين في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية، وذلك بدلالة قيمة معامل الارتباط التي بلغت (0.430) وقيمة معامل التحديد (R^2) التي بلغت (0.185) .

وتؤكد قيمة Beta ومستوى الدلالة الخاصتين باختبار دلالة Beta على مستوى تأثير العائد على الاستثمار في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية Beta = 0.430 0.016 =Sig.

وفي ضوء هذه النتائج، فقد تم رفض الفرضية الصفرية الثانية **$H0_2$** ، وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة احصائية عند ($\alpha \leq 0.05$) بين مؤشر العائد على الاستثمار (ROI) للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والأسعار السوقية لأسهمها (SP).

وقد اتفقت هذه النتيجة مع تلك التي توصل اليها (ثائر وآخرون ،2011) من حيث أن مؤشر العائد على الاستثمار بوصفه مقياساً تقليدياً ذو قدرة تفسيرية أكثر من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير التباين في القيمة السوقية لأسعار الأسهم. واتفقت كذلك مع دراسة (الرواشدة ،2006) التي أظهرت أن مقاييس الأداء التقليدية أكثر ارتباطاً وقدرة في تفسير التباين في عوائد الأسهم. ومن جهة أخرى، اختلفت نتيجة الدراسة الحالية مع نتائج (فلاتة ،2010) التي أظهرت وجود علاقة معنوية دالة إحصائياً بين القيمة الاقتصادية المضافة، والأسعار السوقية للأسهم. وأن القيمة الاقتصادية المضافة تفوق المؤشرات التقليدية مثل العائد على الاستثمار (ROI)، والعائد على الملكية (ROE) في التنبؤ بالأسعار السوقية للأسهم. كما اختلفت مع دراسة (أبو العلا ،2001) التي أشارت إلى قدرة القيمة الاقتصادية المضافة، والقيمة الاقتصادية المعدلة في تفسير الاختلاف في عوائد الأسهم.

الفرضية الثالثة:

$H0_3$: لا توجد علاقه ذات دلالة احصائية عند ($\alpha \leq 0.05$) بين مؤشر الربح المتبقي (RI) للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والأسعار السوقية لأسهمها.

تم إجراء تحليل الانحدار البسيط لاختبار الفرضية الثالثة، وذلك من أجل التعرف على أثر الربح المتبقي (RI) في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية العامة الأردنية. ويوضح الجدول (5.4) نتائج الاختبار.

الجدول (5.4)

نتائج اختبار أثر الربح المتبقي في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية

المتغير التابع	(R) الارتباط	(R^2) معامل التحديد	F المحسوبة	DF درجات الحرية		Sig.* مستوي الدلالة	B درجة التأثير		T المحسوبة	Sig.* مستوي الدلالة
الأسعار السوقية للأسهم	0.127	0.016	0.478	الإنحدار	1	0.495	Constant	1.418	4.680	0.000
				البواقي	29					
				المجموع	30		RI	-4.467	-0.692	0.495

* يكون التأثير ذا دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)
* قيمة F الجدولية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)
* قيمة T الجدولية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)

تشير النتائج الواردة في الجدول (5.4) إلى أن متغير الربح المتبقي (RI) غير قادر على تفسير التباين في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية حيث أظهرت النتائج أن قيمة معامل الإرتباط تساوي (0.127)، وأن قيمة معامل التحديد تساوي (0.016)، وقيمة F بلغت (0.478) وهي غير دالة احصائياً عند ($\alpha \leq 0.05$) وتؤكد قيمة Beta وقيمة t ومستوى الدلالة المقابل لها على عدم وجود تأثير للربح المتبقي في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية (Beta=0.430, t=−0.692, Sig.=0.495). وهذا يعني قبول الفرضية الصفرية الثالثة **$H0_3$** التي تنص على عدم وجود علاقه ذات دلالة احصائية عند ($\alpha \leq 0.05$) بين مؤشر الربح المتبقي (RI) للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والأسعار السوقية لأسهمها (SP). وتعد هذه النتيجة مشابهة لنتيجة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة، والقيمة السوقية لأسعار الأسهم (SP) والتي سبقت الإشارة اليها، ويمكن تفسير ذلك بالتقارب الكبير بين هذين المتغيرين وأثرهما في القيمة الاقتصادية المضافة.

الفرضية الرابعة:

$H0_4$: لا توجد علاقه ذات دلالة احصائية عند ($\alpha \leq 0.05$) بين متغيري العائد على الاستثمار (ROI) ومؤشر الربح المتبقي (RI) معاً للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والأسعار السوقية لأسهمها.

من أجل اختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الإنحدار المتعدد بهدف التعرف على أثر مؤشري العائد على الاستثمار والربح المتبقي مجتمعة على الأسعار السوقية للأسهم، حيث تم إدخال المتغيرين المستقلين (العائد على الاستثمار والربح المتبقي) معاً إلى أنموذج الإنحدار. ويوضح الجدول (6.4) نتائج الإختبار.

الجدول (6.4)

نتائج اختبار تحليل الإنحدار المتعدد لإظهار أثر العائد على الاستثمار، والربح المتبقي معاً في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية

المتغير التابع	(R) الارتباط	(R^2) معامل التحديد	F المحسوبة	DF درجات الحرية		Sig.* مستوي الدلالة	B درجة التأثير		T المحسوبة	Sig.* مستوي الدلالة
الأسعار السوقية للأسهم	0.494	0.244	4.531	الإنحدار	2	0.020	Constant	-	3.328	0.002
				البواقي	28		RI	-0.252	-1.485	0.149
				المجموع	30		ROI	0.494	2.909	0.007

* يكون التأثير ذا دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)
* قيمة F الجدولية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)
* قيمة T الجدولية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)

يتضح من النتائج الواردة في الجدول (6.4) أعلاه بأن الجمع بين متغيري العائد على الاستثمار (ROI)، والربح المتبقي (RI) يقوي الأثر على الأسعار السوقية للأسهم بدليل تحسن (R^2) الى

0.245 والذى يعني ارتفاع القدرة التفسيرية للتباين الذى يحدث على أسعار الأسهم وذلك كما كان بالنسبة لكل منهما على حدة.

كما أن مستوى الدلالة (.Sig) وهو 0.020 يوجب رفض الفرضية العدمية **$H0_4$** ، وقبول الفرضية البديلة التي تعني وجود علاقة دالة إحصائياً بين متغيري العائد على الاستثمار (ROI)، والربح المتبقي (RI) معاً، والأسعار السوقية للأسهم (SP).

كذلك من جانب أخر فإن قيمة معامل الإرتباط (R) لهذين المتغيرين معاً مقداره 0.494 و معامل الارتباط (R) لمتغير القيمة الاقتصادية المضافة بأسعار الأسهم السوقية وهو 0.146 يوضح بأن للمؤشرات المالية التقليدية أثراً على تقلبات الأسعار السوقية للأسهم يفوق أثر القيمة الاقتصادية المضافة EVA على هذه التقلبات.

الفرضية الخامسة:

$H0_5$: لا يحسن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA من قدرة المؤشرات المالية التقليدية (RI&ROI) على تفسير التغيير الذى يحدث في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية.

الجدول (7.4)

نتائج اختبار تحليل الإنحدار المتعدد لإظهار أثر المتغيرات الثلاثة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والعائد على الاستثمار (ROI)، والربح المتبقي (RI) معاً على الأسعار السوقية للأسهم (SP).

المتغير التابع	(R) الارتباط	(R^2) معامل التحديد	F المحسوبة	DF درجات الحرية		Sig.* مستوي الدلالة	B درجة التأثير		T المحسوبة	Sig.* مستوي الدلالة
الأسعار السوقية للأسهم	0.498	0.248	2.966	الإنحدار	3	0.050	Constant	-	3.293	0.003
				البواقي	27		EVA	-0.290	-0.345	0.733
				المجموع	30		RI	0.033	0.040	0.969
							ROI	0.488	2.811	0.009

* يكون التأثير ذا دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)
* قيمة F الجدولية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)
* قيمة T الجدولية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)

تشير النتائج الواردة في الجدول (7.4) أعلاه إلى ما يلي:

1. إن الجمع بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والمؤشرات المالية التقليدية العائد على الاستثمار (ROI) والربح المتبقي (RI) يعزز أثرها مجتمعة على الأسعار السوقية للأسهم حيث (R) وهي 0.498 الأكبر مما هو عليه بالنسبة لكل منها على حدة وكذلك للمتغيرين (RI&ROI) معاً. كما يؤكد ذلك تحسّن القدرة التفسيرية المتمثلة بمعامل التحديد (R^2) الذي بلغ 0.248 وهي أيضاً الأعلى .

2. كما أن قيمة مستوى الدلالة (.Sig) وهي 0.050 توجب رفض الفرضية الصفرية $H0_5$ ومن ثم قبول الفرضية البديلة التي تعني أن الجمع بين المتغيرات الثلاثة معاً يؤدي إلى تحسين القدرة التنبؤية بأسعار الأسهم.

3. وبناءً لما سبق يمكن بجمع المتغيرات الثلاثة معاً بناء أنموذج للتنبؤ بأسعار الأسهم بدلالة تلك المتغيرات هو:

$$SP = \boldsymbol{\alpha} - 0.290\ EVA + 0.033\ RI + 0.488\ ROI$$

5-4 ملخص اختبار الفرضيات

اختبرت الدراسة أربع فرضيات تتعلق بالعلاقة بين ثلاثة متغيرات مستقلة هي: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والعائد على الاستثمار (ROI)، والربح المتبقي (RI) ومتغير تابع هو القيمة السوقية لأسعار أسهم الشركات الصناعية الأردنية. ويبين الجدول (8.4) هذه الفرضيات ونتائج اختبارها.

الجدول (8.4)

نتائج اختبار فرضيات الدراسة

	الفرضية	النتيجة
$H0_1$	لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند ($\alpha \leq 0.05$) بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والأسعار السوقية لأسهمها.	قبول
$H0_2$	لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند ($\alpha \leq 0.05$) بين مؤشر العائد على الاستثمار (ROI) للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والأسعار السوقية لأسهمها.	رفض

$H0_3$	لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند ($\alpha \leq 0.05$) بين مؤشر الربح المتبقي (RI) للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والأسعار السوقية لأسهمها.	**قبول**
$H0_4$	لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند ($\alpha \leq 0.05$) بين متغيري العائد على الاستثمار (ROI)، ومؤشر الربح المتبقي (RI) للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والأسعار السوقيه لأسهمها.	**رفض**
$H0_5$	لا يحسن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA من قدرة المؤشرات المالية التقليدية (RI&ROI) على تفسير التغيير الذى يحدث في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية.	**رفض**

الفصل الخامس
النتائج، والاستنتاجات، والتوصيات

1-5 المقدمة:

يهدف هذا الفصل الى توضيح نتائج، وإستنتاجات الدراسة، وتوصياتها في ضوء النتائج التي توصلت اليها بعد تحليل بيانات الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

2-5 النتائج:

فيما يخص تفسير التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية المُدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، كشفت الدراسة عن مجموعة من النتائج أهمها ما يلي:

1. من بين المؤشرات الثلاثة محل الدراسة تبين أن مؤشر العائد على الأستثمار (ROI) هو الأكثر تأثيراً على تلك الأسعار السوقية للأسهم (SP) إذ كشف إختبار بيرسون عن معامل ارتباط موجب، ومرتفع نسبياً قدرة 0.430 بينهما، وذلك مقابل معامل ارتباط سالب لكل من المؤشرين الأخيرين وهما القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والربح المتبقي (RI) حيث بلغا 0.146− ، 0.127− على التوالي.

ومن جانب آخر كشف تحليل الإنحدار البسيط، وكذلك تحليل الإنحدار المتعدد عن وجود علاقة دالة إحصائياً بين ROI من جهة، و SP من جهة أخرى، في حين لا تتوفر مثل هذه العلاقة بين المؤشرين الأخرين.

2. كشف تحليل الإنحدار البسيط، ثم تحليل الإنحدار المتعدد عن أن تأثير المؤشرات التقليدية (RI&ROI) على الأسعار السوقية للأسهم يفوق تأثير القيمة الاقتصادية المضافة EVA على هذه الأسعار.

3. لكن لدى الجمع بين المتغيرات المستقلة الثلاثة معاً، EVA , RI , ROI يتغير تأثيرها على الأسعار السوقية للأسهم، كما هو عليه بالنسبة لكل منهما على حده، ومن خلال ذلك يمكن

تطوير أنموذج للتنبؤ بأسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية على النحو التالي:

SP = α - 0.290 EVA + 0.033 RI + 0.488 ROI

4. لكن على صعيد العلاقة فيما بين المتغيرات المستقلة الثلاثة نفسها وهي RI , ROI , EVA تفاوتت قيم معامل الإرتباط، إذ كان الإرتباط الأقوى هو بين RI , EVA إذ بلغ 0.980، يليه في ذلك القائم بين ROI , RI ومقداره 0.252، ثم القائم بين ROI, EVA ومقداره 0.252 .

5. بالنتائج المشار إليها أعلاه، وبالمقارنة مع النتائج التي كشفت عنها بعض الدراسات السابقة ذات الصلة اتفقت نتائج هذه الدراسة مع ما كشفت عنه الدراسات التالية :

(الخوالي ، 2001)، (Ismail , 2006)، (الرواشدة ، 2006)، (ثائر وأخرون ، 2011).

لكنها بالمقابل اختلفت بقدر، أو بأخر مع ما كشفت عنة الدراسات التالية : (أبو العلا ،2001)، (الزبيدي والكيلاني ، 2004)، (مطر ، 2006)، (المصاروة ، 2011)، (الزبيدي ،2014).

3-5 الاستنتاجات:

1. كرست النتائج التي كشفت عنها الدراسة الجدل الذي كان وما زال قائماً بين الباحثين حول أيهما أفضل في تفسير التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية للأسهم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، أم المؤشرات المالية التقليدية المستخلصة من القوائم المالية المنشورة المعدة على أساس الإستحقاق مثل (RI & ROI) .

2. إذ مع توافق الآراء بشكل عام حول أفضلية القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في تقويم الأداء المالي للشركات بإعتبارها الأكثر قرباً إلى مفهوم الربح الاقتصادي الذي يقلص الى حد كبير من عيوب مفهوم الربح المحاسبي كمؤشر لقياس هذا الأداء. إلا أن إختلاف الأسس والأساليب المطبقة في قياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، بالإضافة إلى الصعوبات التي يواجهها الباحثون في هذا القياس خصوصاً من زاوية عدم توفر المعلومات الكافية التي تلزم لترشيد وتحسين قياسها ما زالت تشكل عقبة كأداء أمام الباحثين الهادفين الى اختبار مدى صلاحيتها كمؤشر أفضل لدراسة حركة الأسعار السوقية للأسهم .

4-5 التوصيات:

توصي الدراسة في ضوء النتائج التي توصلت إليها بضرورة ما يلي:

1. توفير بنك للمعلومات على المستوى الوطني يمكن الباحثين في مجال القيمة الاقتصادية المضافة من الحصول على البيانات التي تلزم لتحديدها مثل: معامل بيتا (B) للشركات المدرجة في البورصة، والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المستثمر في تلك الشركات (WACC).
2. إضافة مقياس القيمة الاقتصادية المضافة إلى بقية المقاييس المستخدمة حالياً خصوصاً في حال توفر جميع المعلومات اللازمة لتحديد القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة في القوائم المالية للشركات المُدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية؛ وذلك للتنبؤ بالتقلبات السعرية للأسهم .
3. إجراء المزيد من البحوث المستقبلية لإستكشاف دور القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة في تقويم الجوانب المتعددة للأداء المالي، وكذلك لتفسير التقلبات السعرية لأسعار الأسهم في القطاعات الاقتصادية الأخرى: القطاع المالي، والقطاع الخدمي، والقطاع التجاري .

4. استرشاد المستثمرين الماليين بمقاييس الأداء التقليدية وعلى رأسها العائد على الاستثمار خاصة في حالة صنع قرارات الاستثمار في الأسهم.
5. الإهتمام بمقياس القيمة الاقتصادية المضافة من أجل التعرف على الكفاءة الإدارية في صنع القرارات وتحقيق أهداف الشركات وذوي المصالح.

المراجع العربية:

1. ابو العلا ، خلدون (2001)، "**العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة، والعوائد غير العادية للأسهم**" رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، كلية الدراسات العليا، عمان، الأردن.

2. بو حفص، سميحة (2013). "**دور نظام المعلومات المحاسبية في حساب مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة EVA**" دراسة حالة :مؤسسة صناعة الكوابل – فرع جنرال كابل – بسكرة ، جامعه محمد خضير ، الجزائر .

3. التميمي ، ارشد ، و القيسي ، احمد (2012) " **أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركات على رأس المال العامل وانعكاسهما على القيمة الاقتصادية المضافة**" **ورقة بحثية** ، قسم العلوم المالية والمصرفية ، جامعة الاردنية ، عمان ، الاردن .

4. خليل، عطا الله وراد (2004) " **استخدام أسلوب المحاسبة عن القيمة المضافة لتقويم الأداء المالي للشركات الأردنية**" ,المؤتمر العلمي المهني السادس(مهنة المحاسبة في خدمة الاقتصاد,) جامعة عمان العربية للدارسات العليا ,عمان ،الأردن .

5. الخوالي،هالة (2001) . استخدام نموذج القياس المتوازن للأداء في قياس الأداء الاستراتيجي لمنشات الأعمال ، **مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين** ، كلية التجارة، جامعة القاهرة.

6. رواشدة، سمير، (2006)، " **العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة، ومقاييس الأداء بعوائد الأسهم**"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، كلية الدراسات العليا، عمان، الأردن.

7. زبيدي ، أمين (2014)، " **المحتوى المعلوماتي للقيمة الاقتصادية المضافة مقارنة مع مقايس الأداء المحاسبية التقليدية** " رسالة دكتوراه غير منشورة ، جامعة العلوم الاسلامية العالمية، عمان ، الأردن .

8. زبيدي ، حمزة، والكيلاني، قيس ، (2004) ،" إعادة هيكلة نظم الإدارة المالية باستخدام ، معيار القيمة الاقتصادية المضافة "، **المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية**، مجلد 8 ، العدد1 ،عمان.ص 1−12.

9. سعايدة ، فيصل جميل (2007)، " **المحاسبة الإدارية لتخصص نظم المعلومات المحاسبية** " الأردن، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة .

10. سويسي ،هواري (2010) دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة ، **مجلة الباحث** ، المجلد 4,(7)، 55−67, جامعة ورقلة، الجزائر .

11. شرقاوي ، أشرف ،(2007)، " دراسة تحليلية بين أسعار الأسهم والقيمة المحسوبة وفقاً لنموذج خصم الدخل المتبقي بعد تغطية تكلفة رأس المال "، **مجلة المحاسبة والادارة والتأمين** ، العدد 65 ، جامعة القاهرة ،2007، ص 3−18.

12. عفيري ,فؤاد أحمد محمد (2006) **تقييم الأداء المحاسبي واستراتيجيات تطويره في شركات الصناعة التحويلية في اليمن** ,أطروحة دكتوراه ,كلية الاقتصاد ,جامعة دمشق ,سوريا.

13. قدومي، ثائر : الكيلاني، اديب : العمارنة ، أسماء (2011) " أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة EVA، أم معايير الأداء التقليدية " ، **ورقة بحثية** ، قسم العلوم المالية والمصرفية ، جامعة العلوم التطبيقية ، عمان ، الاردن .

14. مصاروة ، انس (2011)، " **أثر مقياس الأداء المحاسبي، والقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم** " رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة ، عمان ، الأردن .

15. مطر، محمد ، (2016)،**الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي الائتماني** . الطبعة الثالثة ، دار وائل للنشر ، عمان ، الأردن 46-33 .

16. مطر، محمد، (2006) ، القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، ودورها في التنبؤ بالقيمة السوقية المضافة (MVA) ، **مجله آفاق اقتصادية** ، المجلد 27، (106)، 45 – 15

17. **معجم أبو غزاله للمحاسبة والأعمال**، (2010). دار العلم للملايين، بيروت، لبنان.

18. مقبل، علي, (2012) **دراسة لأنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها** – دراسة تطبيقية– رسالة دكتوراه غير منشورة ،كلية الاقتصاد ، جامعة حلب، سوريا.

19. نور ,عبد الناصر و السبتي ,علاء الدين (2003) مدى ملاءمة القيمة الاقتصادية المضافة لقياس نجاح الشركات الصناعية المساهمة الأردنية , **مجلة دراسات**(العلوم الإدارية) المجلد 30 ، (2)، 65–79, الجامعة الأردنية ,عمان.

20. نور، عبدالناصر، و الربيعي ،كمال(2004). قائمة القيمة المضافة أداة مهمة في تفعيل التحكم المؤسسي. **المجلة الاردنية للعلوم التطبيقية (العلوم الانسانية)** ،7(2) ، 92–105.

المراجع الأجنبية:

1. Abdoli , Mohamadreza: Shurvarzi Mohamadreza:, Farokhad, Akram Davodi, (2012), “Economic Value Added vs. Accounting Residual Income; Which One Is a Better Criterion for Measurement of Created Shareholders Value?” , ***World Applied Sciences Journal,*** 17, (7) ,p,p. 874-881.
2. Bhattacharya, A. K. &Phanil, B.V. (2005), "Economic value added - A general perspective ", ***Econ WPA*** in its series with number 0504003, India.
3. Bouquin ,H, (1998) **"** ***Le Controle De Gestion*** **"** 14th Ed p,258
4. Brigham,F,&Houston,joel,f.(1998) “***Fundamentals Of Financial Management*** “ The Dryden Press, U.S.A , 8th Ed .
5. Chalandler . A, Organisation et performance des entreprises .In : A. Nabet , "Les systèmes de gestion par la valeur : une analyse de leur impact sur les logiques de contrôle de deux groupes français", Thèse de doctorat en sciences de gestion, Non publier, Université Paris 09 dauphine, 2001, P:85-86.
6. Chatterjee.A , Phani.A , (2004) , **“International Journal of Managerial Finance “** , 8th Ed .

7. Chung, D. Y. & Hrazdil, K., (2011), Market efficiency and the post-earnings announcement drift, ***Contemporary Accounting Research*** 28,(3) , 43-64 .

8. Garrison‹R , Noreen,E , Brewer,P ,(2011) . ***" Managerial Accounting",***New york:McGraw-Hill**,** 14th Ed.

9. George A, (2007) ; "***Value Based Management, EVA And Stock Prices In Canada***", Managerial Decision, The University of western Ontario, London, 45,(9), pp. 1397-1411.

10. Gitmon ,L,Lawnence. (2000). ***principles of managerial al finance***, 9ed ,USA.

11. Hamilton,R , (1777) "An Introduction To Merchandize" ***Edinburgh: Anthor*** .

12. Ismail, A., (2006), "Is economic value added more associated with stock return than accounting earnings? The UK evidence", ***International Journal of Managerial Finance*** 2,(4),p,p. 343-353.

13. Jae K.Shim, Joel G.Siegel,(1999), ***Managerial Accounting***, second edition, McGraw-Hill, USA, 5,(6) p185.

14. James R Hitchner,(2011) ***, Financial Valuation -Applications and Models-*** , Third Edition, Wiley Finance, Canada ,4,(7) ,p,p228.

15. Keiso D. ,Wey Gandt j. , and Warfield T. ,(2011) , ***Intermediate Accounting*** , 13th edition , John Wiley and Sons Inc.

16.Khan Shagufta ,Chouhan Vlneet,Chandra, Blbhas&Goswami Shubham . (2012) " Measurement of Value Creation Vis-À-Vis EVA: Analysis of Select BSE Companies" , ***Pacific Business Review*** International 5 ,(3),p,p.105-160 .

17.Rajesh ,M, N R V Ramana reddy , Narayana Reddy (2012) , " An Empirical Studyon EVA And MVA Approch '' , ***International Journal Of Marketing ,*** Financial Services And Management Research 1, (3),p,p.135-160 .

18. Mangni,C.A.(2008). Systemic Value Added. Residual Income and Decomposition of a cash flow stream (on-line***) University of Modena and Reggio Emilia Economics.*** Available ; ssrn.com/abstract= 1032011,p,p1-28

19.Marshall, R (1890) "Principles Of Economics" ***London: Macmillian***

.

20. Milano V , (2000) ; "***Eva And The New Economy", Journal of applied corporate finance***", 13, (2), pp.118-128.

21.Otávio Ribeiro de MEDEIROS (2002)," ***Some Empirical Evidence On The Relationship Between Share Prices And EVA In Brazil*** ", Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação , Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais , Universidade de Brasília , Brasília, Brasilia , DF , Brazil

22. Otavio Ribeiro de Medeiros , (2002) , ***"Empirical Evidence On the Relationship Between EVA and Stock Returns in Brazilian Firms "*** Department of Accounting , University of Brasilia , brazil ,7,(6),p,p.124-136 .

23. Parasuraman ,N & Ramudu , p , (2011) . Historical and Implied Volatility : An Investigation into Nsenifty and Options . ***Australian Journal of Business and Management Research***. 1(7),p,p, 112-120.

24. Teller.R ,(1999) ***"Le contrôle de gestion- pour un pilotage intégrant psociété,*** 8,(7), p,p. 109.

25. Ross,H, Cuthill,M Maclean,K, (2010) ***"Understanding, Enhancing and Managing for Social Resilience at the Regional Scale: Opportunities in North Queensland"*** Danni Jansen and Bradd Witt The University of Queensland, Australia.

26. Scott, mike (2001), ***Joing Forces, Financial Management (CIMA). April.***

27. Sharma,A & Kumar , S. (2012). EVA Versus Conventional Performance Measures-Empirical Evidence From India . ***ASBBS Annual Conference***: Las Vegas, p,p. 804-815 .

28. Spero, Thburg (1997**),** Getting EVA Right, ***TMA journal*** (nov/dec), 17, (6),p,p. 190-205 .

29.Stephens, Kenneth R& Bartunek, Ronald R. 1997, "***What is Economic Value Added***" A Practitioner's View," Business Credit, Vol. 4, (99),PP 39.

30. Stewart , g , (1994) , EVA , Fact Of ***Fantancy Journal*** Of Applied Corporate Finance , Summer , 5, (8) ,71-84 .

31. Teker ,Dilek (2011), "Economic Value added Performances of Publicly Owned Banks:Evidence from Turkey'', ***International Research Journal of Finance and Economics ,***10.(75),p,p,.201-255. http://www.eurojournals.com/finance.htm

32. valeur (2001), "***une analyse de leur impact sur les logiques de contrôle de deux groupes français***", Thèse de doctorat en sciences de gestion, Non publier, Université Paris 09 dauphine, 9,(7) .p,p, 85-86.

33. Worthington, Andrew . "***The Usefulness of Economic Value-Added (EVA) and its Components in the Australian Context",*** School of Economics and Finance Queensland University of Technology Tracey West .

34. Yook,K., Winter (1999) ," ***Estimating EVA using computer PcPlus*** ",Financial Practice of Educations, VOL. 9.

35. Zvi Bodie, Alex Kane , Alan j.Marcas , (2011) **. *"Investments & Portfolio Management",*** Mcgraus – hall .

المواقع الالكترونية:

1. www.sternstewart.com
2. http://www.ase.com.jo/
3. http://www.cbj.gov.jo/arabic/

الملاحق

جدول رقم (1) أسماء الشركات الصناعية المشمولة في عينة الدراسة .

الرقم	اسم الشركة	رمز الشركة
1	دار الدواء	DADI
2	فيلادلفيا للأدوية	PHIL
3	الموارد الصناعية	JOIR
4	الإنتاج	ICAG
5	العربية للمبيدات	MBED
6	البتروكيماويات	IPCH
7	العربية الإستثمارية	APCT
8	العالمية للزيوت	UMIC
9	الإتحاد للسجائر	UTOB
10	الحياه الدوائيه	HPIC
11	الإسمنت	JOCM
12	حديد الأردن	JOST
13	الوطنية للألمنيوم	NATA
14	سنيورة	SNRA
15	الوطنية للكوابل	WIRE
16	الألمنيوم/أرال	AALU
17	الوطنية للكلورين	natc
18	الورق والكرتون	jopc
19	تسويق الدواجن	JPPC
20	الاستثمارات العامة	GENI
21	الدولية للأغذية	AIFF
22	الأردنية للزيوت	JVOI
23	ترافكو	TRAV
24	المناصير للحديد	MANS
25	الألبان الأردنية	JODA
26	الأنابيب الأردنية	JOPI
27	الباطون الجاهز	RMCC
28	رم علاء الدين	IENG
29	المواسير المعدنية	ASPMM

30	الأساس	ASAS
31	العربية الكهربائية	AEIN

جدول رقم (2) نتائج القيمة الاقتصادية المضافة 2012 – 2014 .

	2,012	2,013	2,014	average
1	-141,096,560	-143,638,007	-144,681,859	-143,138,809
2	-7,029,635	-5,667,124	-2,956,789	-5,217,849
3	-13,515,071	-13,921,179	-14,533,309	-13,989,853
4	-48,305,458	-53,050,901	-53,030,013	-51,462,124
5	-33,538,723	-35,655,699	-32,209,880	-33,801,434
6	-21,768,925	-22,672,888	-22,330,104	-22,257,306
7	-24,893,799	-25,449,097	-24,882,556	-25,075,151
8	1,301,403	-115,289	442,471	542,861
9	-76,951,306	-72,991,783	-76,187,887	-75,376,992
10	4,073,442	991,952	817,580	1,960,991
11	-108,341,827	-120,196,841	-86,419,065	-104,985,911
12	-140,832,610	-151,131,869	-152,443,424	-148,135,968
13	-21,278,412	-22,193,401	-21,727,042	-21,732,951
14	-44,968,066	-48,076,698	-53,119,119	-48,721,294
15	-61,169,041	-64,429,037	-62,865,381	-62,821,153
16	-23,782,861	-24,047,330	-2,818,203	-16,882,798
17	-15,924,219	-16,537,146	-16,329,159	-16,263,508
18	-22,239,920	-24,276,182	-24,575,486	-23,697,196
19	-38,828,534	-54,205,843	-52,780,086	-48,604,821
20	8,060,002	955,146	1,179,869	3,398,339
21	4,098,500	1,530,660	2,121,324	2,583,494
22	-13,634,158	-14,361,301	-14,222,834	-14,072,764
23	3,190,417	413,924	-683,401	973,646
24	-80,200,129	-81,457,775	-86,622,126	-82,760,010
25	1,212,841	-394,501	-166,668	11217,224
26	-13,082,684	-12,492,744	-12,456,401	-12,677,276
27	-49,834,373	-49,435,851	-47,426,515	-48,898,913
28	-36,452,167	-29,248,788	-30,231,027	-31,977,327
29	-23,690,850	-25,762,990	-24,954,180	-24,802,673
30	-19,173,023	-18,718,096	-18,817,973	-18,903,031
31	-6,588,827	-7,614,371	-7,881,226	-7,361,475

جدول رقم (3) نتائج الربح المتبقي (RI) 2012 – 2014 .

	2,012	2,013	2,014	average
1	-100,931,325	-93,381,413	-89,616,174	-94,642,971
2	-6,796,397	-5,544,766	-2,754,003	-5,031,722
3	-12,902,610	-13,148,524	-13,408,491	-13,153,208

-49,507,229	-50,924,280	-50,798,795	-46,798,614	4
-28,342,948	-29,011,356	-29,748,557	-26,268,932	5
-20,887,685	-20,953,201	-21,244,284	-20,465,571	6
-22,505,345	-22,321,178	-22,840,115	-22,354,742	7
525,595	411,849	-91,817	1,256,752	8
-66,852,328	-69,211,371	-65,198,375	-66,147,239	9
1,747,123	1,005,046	690,552	3,545,770	10
-98,169,086	-79,597,546	-113,162,356	-101,747,355	11
-144,974,071	-148,278,280	-148,442,042	-138,201,890	12
-20,611,450	-20,488,520	-21,068,706	-20,277,125	13
-42,637,921	-46,376,528	-40,756,254	-40,780,982	14
-61,034,866	-61,117,897	-62,624,819	-59,361,882	15
-15,922,941	-1,450,849	-23,170,264	-23,147,711	16
-15,731,764	-15,830,684	-15,916,963	-15,447,644	17
-22,164,068	-22,718,843	-22,676,709	-21,096,652	18
-47,615,579	-51,766,339	-53,197,849	-37,882,549	19
3,414,710	1,179,869	955,146	8,109,116	20
2,582,940	2,120,235	1,532,651	4,095,933	21
-8,292,497	-8,068,052	-8,344,097	-8,465,341	22
952,756	-660,397	402,886	3,115,778	23
-80,783,910	-83,731,629	-80,330,646	-78,289,456	24
177,595	-129,531	-410,042	1,072,358	25
-10,184,910	-10,216,593	-10,073,112	-10,265,025	26
-47,583,944	-45,719,593	-48,086,054	-48,946,184	27
-24,011,301	-22,183,612	-21,058,878	-28,791,413	28
-23,990,558	-24,068,185	-24,920,700	-22,982,789	29
-18,737,192	-18,676,794	-18,550,322	-18,984,460	30
-7,229,162	-7,743,053	-7,475,517	-6,468,914	31

جدول رقم (4) نتائج العائد على الاستثمار (ROI) 2012 – 2014 .

average	2,014	2,013	2,012	
0.0500	0.0600	0.0480	0.0420	1
0.1251	0.3840	0.1368	-0.1455	2
-0.1977	-0.64000	0.02728	0.01972	3
0.0448	0.0265	0.0470	0.0609	4
0.0834	0.0871	0.0870	0.0760	5
0.0041	-0.0055	0.0076	0.0101	6
-0.0383	-0.0308	-0.0385	-0.0455	7
0.0923	0.1546	0.0748	0.0475	8
0.0281	0.0002	0.0357	0.0484	9
0.1334	0.1404	0.1356	0.1241	10
-0.0817	0.0560	-0.1466	-0.1544	11
0.0064	-0.0367	0.0260	0.0300	12
0.0534	0.0460	0.0498	0.0645	13
0.0986	0.1314	0.0858	0.0785	14
0.0181	-0.0064	-0.0065	0.0673	15
0.0399	0.0483	0.0387	0.0326	16
0.0215	0.0020	0.0211	0.0413	17

0.0082	-0.0285	0.0273	0.0257	18
0.0051	0.0081	0.0029	0.0042	19
0.0718	0.0755	0.0613	0.0787	20
0.0537	0.0560	0.0490	0.0560	21
0.0283	0.0411	0.0406	0.0031	22
0.0131	-0.0621	0.0938	0.0075	23
-0.0253	-0.0965	0.0018	0.0188	24
0.0820	0.0984	0.0838	0.0638	25
0.0160	0.0130	0.0280	0.0071	26
0.0436	0.0626	0.0441	0.0240	27
-0.0239	-0.0702	0.0413	-0.0427	28
0.0551	0.0514	0.0550	0.0590	29
0.0245	0.0323	0.0100	0.0311	30
0.0133	-0.0191	0.0120	0.0470	31

جدول رقم (5) نتائج متوسط التكلفة المرجحه لرأس المال المستثمر (WACC) 2012 – 2014 .

average	2,014	2,013	2,012	
3.883	3.8265	3.9298	3.8938	1
2.027	1.9264	2.0653	2.0880	2
0.799	0.7795	0.8163	0.8026	3
3.407	3.4669	3.5065	3.2466	4
2.652	2.6328	2.6619	2.6623	5
2.991	2.9839	3.0487	2.9408	6
2.208	2.2016	2.2425	2.1785	7
0.015	0.0924	0.0988	-0.1466	8
4.595	4.5897	4.5551	4.6410	9
0.030	0.1439	0.1388	-0.1927	10
1.371	1.3397	1.4164	1.3576	11
4.118	4.1584	4.2474	3.9494	12
2.378	2.3605	2.4243	2.3478	13
3.474	3.4550	3.5020	3.4641	14
3.192	3.1552	3.2334	3.1882	15
3.504	3.4602	3.5401	3.5112	16
1.778	1.7626	1.7970	1.7744	17
1.341	1.3395	1.3894	1.2955	18
2.277	2.2706	2.3195	2.2396	19
-0.158	0.0783	0.0591	-0.6108	20
-0.100	-0.0066	-0.0187	-0.2733	21
2.148	2.1354	2.1843	2.1238	22
-0.187	0.0679	0.0407	-0.6683	23
2.466	2.4329	2.5008	2.4647	24
0.180	0.3189	0.3293	-0.1071	25
2.879	2.8873	2.8610	2.8873	26
1.993	1.9640	2.0082	2.0066	27
2.932	2.9621	3.0146	2.8198	28
2.807	2.7587	2.8563	2.8050	29
1.544	1.5239	1.5561	1.5509	30
1.203	1.2582	1.2644	1.0854	31

جدول رقم (6) الأسعار السوقية للأسهم (SP) 2012 – 2014 .

	2012	2013	2,014	average
1	1.25	1.87	3.22	2.11
2	0.63	1.61	8.09	3.44
3	0.28	0.33	0.49	0.37
4	2.04	2.71	2.7	2.48
5	1.64	1.9	2.09	1.88
6	0.5	0.56	0.43	0.50
7	0.2	0.34	0.2	0.25
8	0.84	0.85	1.52	1.07
9	5	7.65	5.69	6.11
10	2.1	1.48	2.29	1.96
11	1.37	1.34	1.7	1.47
12	1.32	1.31	0.62	1.08
13	0.38	0.68	0.64	0.57
14	3.3	1.75	3.95	3.00
15	0.37	0.44	0.66	0.49
16	1.3	1.48	2.37	1.72
17	0.82	0.82	0.72	0.79
18	0.62	0.37	0.36	0.45
19	0.44	0.39	0.64	0.49
20	2.82	2.98	3	2.93
21	1.3	1.64	2.14	1.69
22	1.11	0.86	1.1	1.02
23	0.69	0.94	0.67	0.77
24	1.62	1.2	1.02	1.28
25	1.94	1.85	2.02	1.94
26	0.76	1.71	1.25	1.24
27	2.67	2.84	2.91	2.81
28	1.27	0.95	0.3	0.84
29	2.45	2.64	2.35	2.48
30	0.25	0.39	0.37	0.34
31	1.01	0.7	0.62	0.78

جدول رقم (7) معامل بيتا الإحصائي (BETA)2012 – 2014.

	2012	2013	2014	average
1	2.909	0.975	4.141	2.675
2	0.408	0.946	7.660	3.005
3	0.822	0.175	1.378	0.792
4	19.181	0.969	0.314	6.821
5	0.502	0.688	0.295	0.495
6	5.534	0.073	0.261	1.956

1.205	0.239	0.208	3.166	7
3.961	0.576	0.138	11.170	8
3.893	2.856	5.243	3.580	9
5.531	0.616	0.346	15.631	10
2.384	3.303	0.372	3.477	11
7.453	0.386	0.146	21.827	12
2.130	1.705	0.360	4.324	13
3.706	3.277	1.893	5.949	14
1.463	1.729	0.393	2.269	15
0.284	0.647	0.097	0.110	16
0.291	0.114	0.100	0.659	17
1.949	1.277	0.094	4.476	18
1.463	0.386	0.133	3.871	19
11.196	1.193	0.754	31.640	20
5.156	1.502	0.732	13.234	21
1.077	0.459	0.103	2.668	22
10.957	0.066	0.447	32.356	23
0.747	1.096	0.075	1.070	24
6.659	0.265	0.035	19.679	25
2.598	1.436	2.502	3.858	26
0.585	1.159	0.385	0.211	27
4.219	0.287	0.351	12.019	28
3.638	5.127	1.061	4.725	29
0.243	0.478	0.179	0.072	30
3.830	0.646	0.596	10.249	31

جدول رقم (8) متوسط التسهيلات الممنوحة للشركات 2012 – 2014.

average	2,014	2013	2012	
19,433,746	15,142,001	19716017	23443219	1
903,816	884,953	972530	853964	2
1,615,038	1,259,073	1655873	1930169	3
9,588,079	7,493,157	13608427	7662653	4
4,849,433	4,350,165	5510849	4687285	5
3,538,449	3,504,846	3879503	3230999	6
3,280,000	3,280,000	3280000	3280000	7
52,393	0	0	157179	8
16,397,692	17,179,674	17901095	14112308	9
140,814	341,741	5340	75360	10
11,203,324	12,565,963	20382010	662000	11
30,934,648	26,208,285	32843396	33752262	12
3,294,727	4,146,540	3282103	2455538	13
8,719,197	8,698,111	8758040	8701440	14
10,752,777	12,090,205	10940557	9227570	15
3,026,571	2,956,542	3912662	2210508	16
2,206,841	4,736,718	1,222,641	661,163	17
2,971,433	2,622,703	2,693,947	3,597,648	18

7,192,470	6,961,186	8,348,099	6,268,126	19
88,265	0	0	264796	20
0	0	0	0	21
1,262,785	238,825	1011458	2538072	22
20,711	0	1907	60226	23
12,196,780	15,058,177	13125846	8406317	24
138,655	182,277	123625	110063	25
1,737,004	2,361,132	1171685	1678196	26
7,134,367	4,817,954	6311472	10273674	27
4,058,623	3,386,877	3406775	5382217	28
4,222,982	3,514,900	3484818	5669229	29
2,469,352	2,002,591	2193231	3212233	30
984,359	1,151,123	888397	913557	31

جدول رقم (9) معدل كلفة الأسهم Ke 2012 – 2014 .

2,014	2013	2012	
-0.0708	-0.0348	-0.03668	1
-0.1565	-0.0329	0.02065	2
-0.0036	0.0183	0.01116	3
0.0224	-0.0344	-0.40963	4
0.0228	-0.0157	0.01849	5
0.0236	0.0252	-0.09683	6
0.0242	0.0162	-0.04257	7
0.0160	0.0209	-0.22602	8
-0.0395	-0.3186	-0.05205	9
0.0150	0.0070	-0.32827	10
-0.0504	0.0053	-0.04970	11
0.0206	0.0203	-0.47028	12
-0.0115	0.0061	-0.06910	13
-0.0498	-0.0959	-0.10635	14
-0.0121	0.0039	-0.02201	15
0.0143	0.0235	0.02749	16
0.0272	0.0234	0.01489	17
-0.0011	0.0238	-0.07260	18
0.0206	0.0211	-0.05871	19
0.0009	-0.0201	-0.69519	20
-0.0066	-0.0187	-0.27333	21
0.0188	0.0231	-0.03116	22
0.0284	0.0002	-0.71161	23
0.0033	0.0250	0.00547	24

0.0235	0.0277	-0.42103	25
-0.0050	-0.1364	-0.05842	26
0.0018	0.0044	0.02516	27
0.0230	0.0067	-0.24548	28
-0.0948	-0.0406	-0.07830	29
0.0184	0.0181	0.02836	30
0.0143	-0.0097	-0.20490	31

جدول رقم (10) الوزن النسبي للتمويل الخارجي (Wd) والتمويل الداخلي (We)

w equity	w debt	
0.563	0.437	1
0.768	0.232	2
0.911	0.089	3
0.609	0.391	4
0.704	0.296	5
0.664	0.336	6
0.753	0.247	7
0.991	0.009	8
0.479	0.521	9
0.985	0.015	10
0.844	0.156	11
0.531	0.469	12
0.732	0.268	13
0.606	0.394	14
0.642	0.358	15
0.610	0.390	16
0.803	0.197	17
0.848	0.152	18
0.745	0.255	19
0.991	0.009	20
1.000	0.000	21
0.760	0.240	22
0.996	0.004	23
0.725	0.275	24
0.966	0.034	25
0.673	0.327	26
0.778	0.222	27
0.667	0.333	28
0.681	0.319	29

0.829	0.171	30
0.859	0.141	31

جدول رقم (11) العائد اليومي لمحفظة السوق 2012- 2014 .

Rm	2012	2013	2014
شهر1	-0.047	0.079	0.053
شهر2	0.085	-0.043	-0.053
شهر3	-0.040	0.115	0.032
شهر4	0.032	-0.155	0.038
شهر5	-0.057	-0.051	-0.032
شهر6	-0.003	-0.072	-0.011
شهر7	-0.021	-0.073	0.052
شهر8	0.112	-0.180	0.018
شهر9	-0.004	-0.207	-0.024
شهر10	0.000	0.032	-0.008
شهر11	0.017	0.061	-0.016
شهر12	0.012	0.056	0.019
average	0.00708	-0.03650	0.00565

جدول رقم (12) متوسط عائد السهم الواحد لشركات عينة الدراسة Rs 2012 – 2014.

Average	2012	2013	2014
شهر1	0.02322581	0.01129032	0.088387097
شهر2	0.0122581	0.073871	0.052258065
شهر3	0.0112903	0.138387	0.0277419
شهر4	0.069355	-0.125484	0.01129
شهر5	-0.03065	0.0080645	-0.04355
شهر6	-0.03	-0.013548	0.062742
شهر7	0.0093548	-0.063871	-0.00516
شهر8	-0.0135484	-0.05871	0.04871
شهر9	-0.02	0.0570968	0.003548
شهر10	-0.00516	0.0603226	0.004516
شهر11	0.043226	0.054194	0.048
شهر12	0.053871	0.1293548	0.017226

جدول رقم (13) نتائج التحليل الإحصائي :

- الإحصاء الوصفي

Descriptives

[DataSet3] C:\Users\Admin\Documents\Untitled1.sav

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
EVA	31	-1.48E8	11217224.00	-34933613.93	40210765.84
ROI	31	-.1977	.1334	.027319	.0622711
RI	31	-144974071	3414710	-31651546.35	35208210.60
SP	31	.25	6.11	1.5597	1.23471
Valid N (listwise)	31				

- مصفوفة الإرتباط

Correlations

[DataSet3] C:\Users\Admin\Documents\Untitled1.sav

Correlations

		EVA	ROI	RI	SP
EVA	Pearson Correlation	1	.227	.980**	-.146
	Sig. (2-tailed)		.219	.000	.432
	N	31	31	31	31
ROI	Pearson Correlation	.227	1	.252	.430*
	Sig. (2-tailed)	.219		.171	.016
	N	31	31	31	31
RI	Pearson Correlation	.980**	.252	1	-.127
	Sig. (2-tailed)	.000	.171		.495
	N	31	31	31	31
SP	Pearson Correlation	-.146	.430*	-.127	1
	Sig. (2-tailed)	.432	.016	.495	
	N	31	31	31	31

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

- تحليل الإنحدار: الأسعار والقيمة الاقتصادية المضافة

Regression

```
[DataSet3] C:\Users\Admin\Documents\Untitled1.sav
```

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	EVA[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: SP

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.146[a]	.021	-.012	1.24230

a. Predictors: (Constant), EVA

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.979	1	.979	.634	.432[a]
	Residual	44.756	29	1.543		
	Total	45.735	30			

a. Predictors: (Constant), EVA
b. Dependent Variable: SP

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.403	.298		4.712	.000
	EVA	-4.493E-9	.000	-.146	-.797	.432

a. Dependent Variable: SP

- تحليل الإنحدار: أسعار الأسهم والعائد على الاستثمار

Regression

[DataSet3] C:\Users\Admin\Documents\Untitled1.sav

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ROI[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: SP

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.430[a]	.185	.157	1.13369

a. Predictors: (Constant), ROI

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8.463	1	8.463	6.585	.016[a]
	Residual	37.273	29	1.285		
	Total	45.735	30			

a. Predictors: (Constant), ROI
b. Dependent Variable: SP

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.327	.223		5.951	.000
	ROI	8.529	3.324	.430	2.566	.016

a. Dependent Variable: SP

- تحليل الإنحدار: أسعار الأسهم والربح المتبقي

Regression

```
[DataSet3] C:\Users\Admin\Documents\Untitled1.sav
```

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	RI[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: SP

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.127[a]	.016	-.018	1.24559

a. Predictors: (Constant), RI

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.742	1	.742	.478	.495[a]
	Residual	44.993	29	1.551		
	Total	45.735	30			

a. Predictors: (Constant), RI
b. Dependent Variable: SP

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.418	.303		4.680	.000
	RI	-4.467E-9	.000	-.127	-.692	.495

a. Dependent Variable: SP

تحليل الإنحدار: أسعار الأسهم والعائد على الاستثمار والربح المتبقي

Regression

```
[DataSet3] C:\Users\Admin\Documents\Untitled1.sav
```

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ROI, RI[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: SP

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.494[a]	.245	.191	1.11085

a. Predictors: (Constant), ROI, RI

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	11.184	2	5.592	4.531	.020[a]
	Residual	34.552	28	1.234		
	Total	45.735	30			

a. Predictors: (Constant), ROI, RI
b. Dependent Variable: SP

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.012	.304		3.328	.002
	RI	-8.840E-9	.000	-.252	-1.485	.149
	ROI	9.791	3.366	.494	2.909	.007

a. Dependent Variable: SP

تحليل الإنحدار: أسعار الأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة و العائد على الاستثمار والربح المتبقي

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.498[a]	.248	.164	1.12875

a. Predictors: (Constant), ROI, EVA, RI

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	11.336	3	3.779	2.966	.050[a]
	Residual	34.400	27	1.274		
	Total	45.735	30			

a. Predictors: (Constant), ROI, EVA, RI
b. Dependent Variable: SP

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.022	.310		3.293	.003
	EVA	-8.898E-9	.000	-.290	-.345	.733
	RI	1.174E-9	.000	.033	.040	.969
	ROI	9.666	3.439	.488	2.811	.009

a. Dependent Variable: SP